

UiO : **Det juridiske fakultet**

# Verdipapirhandelloven § 7-15

Kandidatnummer: 230

Leveringsfrist: 10. april 2015

Antall ord: 39770



# Innholdsfortegnelse

<b>1</b>	<b>INNLEDNING.....</b>	<b>1</b>
1.1	Tema og problemstilling .....	1
1.2	Avgrensning og den videre fremstillingen.....	2
<b>2</b>	<b>BAKGRUNN, HENSYN OG JURIDISK METODE I OPPGAVEN .....</b>	<b>2</b>
2.1	Tegningsprosessen uten tilleggsprospekt.....	2
2.2	Sentrale begreper.....	3
2.3	Hensyn bak regelen om tilleggsprospekt .....	4
2.4	Bruk av juridisk metode i oppgaven .....	5
<b>3</b>	<b>VIRKEOMRÅDET FOR TILLEGG TIL PROSPEKT .....</b>	<b>6</b>
3.1	Geografisk virkeområde.....	6
3.2	Hvem retter regelen seg mot? .....	7
3.3	Saklig virkeområde .....	9
3.4	Tidsmessig virkeområde .....	10
<b>4</b>	<b>VILKÅRENE FOR PLIKTIG TILLEGGSPROSPEKT.....</b>	<b>12</b>
4.1	Utgangspunktet i verdipapirhandelloven § 7-15 .....	12
4.2	Minimumstilfellene som utløser pliktig tilleggsprospekt .....	12
4.3	Ny omstendighet som vilkår .....	14
4.3.1	Ny informasjon i form av en omstendighet .....	14
4.3.2	Ny informasjon som fremkommer .....	18
4.3.3	En «omstendighet» kan gi positiv virkning.....	19
4.3.4	Flere omstendigheter .....	19
4.3.5	Er det krav til relevans og kjennskap?.....	21
4.4	Alternative vilkår: «vesentlig feil eller unøyaktighet» .....	22
4.5	Må opplysningene være omhandlet i det opprinnelige prospektet?.....	24
4.6	Lovens sammenheng taler for unntak for enkelte opplysninger .....	25
4.7	Er det krav til en terskel for ny informasjon? .....	27
4.8	Priseffekt som vilkår .....	29
4.9	Helhetlig vurdering av om det er ny informasjon med priseffekt.....	32
4.9.1	Momenter fra reguleringens formål.....	32
4.9.2	Betydningen av kravene til opplysninger i et prospekt .....	33
4.9.3	«Omstendighet» lest i sammenheng med regnskapsloven .....	34
4.9.4	Verdipapirfondlovens regulering ved ny informasjon.....	40
4.9.5	Opplysningsplikt i kontraktsforhold .....	41

4.9.6	Er det et moment at noen har bedt om tillegg? .....	42
4.9.7	En lignende rett til tilbaketredelse ved oppdatering av pris .....	43
4.9.8	Vurdering i tegningsperioden .....	43
4.9.9	Terskelen for løpende informasjonsplikt .....	45
4.10	God forretningsskikk ved tilleggsprospekt .....	52
4.11	Er tegningsinteressen en «omstendighet»? .....	55
<b>5</b>	<b>KRAV TIL UTFORMING AV TILLEGG TIL PROSPEKT .....</b>	<b>60</b>
5.1	Plikt til å utarbeide tilleggsprospekt .....	60
5.2	Fremgangsmåten når man utarbeider tilleggsprospekt .....	61
5.3	Faller plikten bort hvis emisjonen trekkes? .....	62
5.4	Utsteder skal oppnå godkjennelse fra myndighetene .....	64
5.5	Tilleggsprospektet skal offentliggjøres .....	65
5.6	Prosessen med godkjennelse kan hindre hurtig offentliggjøring .....	67
5.7	Tilleggsprospekt gir forlenget gyldighet for et prospekt .....	67
5.8	Rett til å trekke seg fra transaksjonen .....	68
5.8.1	Trekkrettighet sammenlignet med heving .....	70
5.8.2	Sammenligning med eiendomshandel .....	73
5.8.3	Er trekkrettigheten en angrefrist? .....	74
5.8.4	Trekkrettighet som en opsjon .....	75
5.8.5	Trekkrettighet etter opptak til notering skaper usikkerhet .....	76
5.9	Bedre beskyttelse for utsteder når det sendes tilleggsprospekt .....	78
5.10	Harmonisering og krav til gjennomføring av regelen .....	79
<b>6</b>	<b>RETTSVIRKNINGER AV BRUDD PÅ TILLEGGSPLIKTEN .....</b>	<b>82</b>
6.1	Kontraktsrettslig virkning av feil ved tilleggsprospekt .....	82
6.2	Er det straffbart å bryte plikten til å sende tilleggsprospekt? .....	86
6.3	Straffbar villedning ved tilleggsprospekt .....	87
6.4	Gebyr og midlertidig forbud fra prospektkontrollen .....	92
6.5	Markedsmanipulasjon som straffehjemmel ved tilleggsprospekt .....	93
6.6	Rammes brudd på tilleggsplikt av bedrageribestemmelsen? .....	95
6.7	Er forsøk på villedning med tilleggsprospekt straffbart? .....	95
<b>7</b>	<b>AVSLUTTENDE KOMMENTARER TIL REGELEN OM TILLEGG TIL PROSPEKT .....</b>	<b>96</b>
<b>8</b>	<b>KILDEHENVISNINGER .....</b>	<b>97</b>
8.1	Lovregister .....	97
8.2	Forarbeider .....	98

8.3	Utenlandske rettsakter .....	99
8.4	Rettsakter fra EU .....	99
8.5	Rettspraksis .....	100
8.5.1	Norsk rettspraksis .....	100
8.5.2	Rettspraksis utenfor Norge .....	101
8.6	Litteraturliste .....	101
<b>9</b>	<b>VEDLEGG .....</b>	<b>105</b>
9.1	Figurer .....	105
9.1.1	Figur 1: Tegningsperiode med tilleggsprospekt .....	105
9.1.2	Figur 2: Tilleggsprospekt som koblingsord .....	105
9.1.3	Figur 3: Starten på tidsperioden for mulig tilleggsprospekt .....	106
9.1.4	Figur 4: Avslutning av tilleggsplikt ved «opptaket til notering» .....	106
9.1.5	Figur 5: Avslutning av tilleggsplikt ved «akseptperiodens utløp» .....	106
9.2	Utdrag fra prospektdirektivet .....	106
9.3	Stikkord .....	108

# 1 Innledning

## 1.1 Tema og problemstilling

Tema for denne oppgaven er rettsregelen om tillegg til prospekt etter verdipapirhandelloven § 7-15. Den typiske situasjonen der regelen kommer til anvendelse er når et selskap skal foreta en kapitalutvidelse ved å utstede aksjer, og så inntreffer det prisdrivende omstendigheter før transaksjonen er ferdigstilt. Et sentralt spørsmål er om ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 må tolkes innskrenkende ved at det tolkes inn et vilkår om at omstendigheten må være vesentlig.

Rettsregelen om tillegg til prospekt har som virkning at det skal utarbeides et selvstendig tillegg heller enn at det lages en ny versjon av det opprinnelige prospektet.<sup>1</sup> Et slikt tillegg beskriver det som er kommet av ny informasjon i tegningsperioden, og når det offentliggjøres et slikt tillegg skal investorene få en to dagers rett til å trekke seg fra transaksjonen. Reglene om tilleggsprospekt er ikke behandlet i norsk juridisk teori, og i utenlandsk litteratur er det bare avdekket kortfattede kommentarer om temaet. Et viktig resultat i det følgende er at utsteder blir bedre beskyttet mot erstatningsansvar når det er offentliggjort et tilleggsprospekt.

Den første problemstillingen er *hvilke subjekter* som er underlagt plikt til å offentliggjøre tillegg til prospekt. Deretter spørres det *når*plikten til å offentliggjøre tillegg til prospekt inntreffer. Til sist undersøkes *hvilke virkninger* som følger av regelen om tillegg til prospekt.

Temaets aktualitet viser seg ved at EU-kommisjonen nettopp har gitt en teknisk forordning som regulerer konkrete minimumstilfeller for når det skal sendes tillegg til prospekt.<sup>2</sup> Denne er bindende for EU-landene, men har ikke direkte virkning i Norge, og det pågår nå et lovendringsarbeid for å gjennomføre forordningen.<sup>3</sup> En tilstøtende problemstilling er at Finanstilsynet har understreket at det ikke skal gjøres endringer i allerede godkjente prospekter, mens det europeiske tilsynsorganet ESMA tillater å korrigere ubetydelige feil med en melding til markedet.<sup>4 5</sup> Temaet er også aktuelt ettersom EU-domstolen nylig har tatt stilling til spørsmål rundt offentliggjøringen av tillegg til prospekt.<sup>6</sup>

---

<sup>1</sup> Se figur 1 i vedlegget

<sup>2</sup> ESMA (2013), rapport fra 20. desember 2013, side 8, punkt 16 og fra internett 18. mars 2015: <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%207589%202014%20I%20NIT>.

<sup>3</sup> Fra internett 13. februar 2015: <https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/Horing----gjennomforing-av-kommisjonsforordning-EU-nr-3822014-/id2341861/>

<sup>4</sup> Fra internett 8. september 2014 [http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Aktuelt/2014/2\\_kvartal/Nye-opplysninger-i-godkjente-prospekter/](http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Aktuelt/2014/2_kvartal/Nye-opplysninger-i-godkjente-prospekter/).

## 1.2 Avgrensning og den videre fremstillingen

Denne oppgaven omhandler aksjerelaterte verdipapirer, og derfor blir ikke gjeldspapirer behandlet. Det er fordi det er en forskjellig prisreaksjon på ny informasjon mellom de to klassene av verdipapirer.<sup>7</sup> Oppgaven drøfter transaksjoner der det er en tegningsperiode, og ikke prospekter som utarbeides i ettertid for å dokumentere en transaksjon som allerede er gjennomført.<sup>8</sup> Grunnen til denne avgrensningen er at ny informasjon blir relevant i en tegningsperiode, mens når transaksjonen er fullført før dokumentet utarbeides, får ikke ny informasjon de samme virkningene. Oppgaven omhandler EØS-prospekter og ikke de registreringsprospekter som benyttes når det innhentede beløpet er mindre enn fem millioner euro.<sup>9</sup>

Den videre fremstillingen begynner med bakgrunn, hensyn og juridiske metodespørsmål i kapittel 2. Kapittel 3 drøfter virkeområdet for reguleringen for å klarlegge når og overfor hvem regelen om tillegg til prospekt får virkning. De rettslige vilkårene som må være oppfylt for at det er plikt til å offentliggjøre tillegg behandles i kapittel 4. Det er egne krav til utformingen av et slikt tillegg, og disse drøftes i kapittel 5. Virkningene av brudd på regelen blir omtalt i kapittel 6, og det avsluttende kapittel 7 tar opp noen rettspolitiske spørsmål rundt regelen om tillegg til prospekt.

## 2 Bakgrunn, hensyn og juridisk metode i oppgaven

### 2.1 Tegningsprosessen uten tilleggsprospekt

I dette delkapittelet vil tegningsprosessen bli fremstilt for å legge til rette for en drøftelse av rettslige spørsmål ved ny informasjon. En tegningsprosess begynner med at et utstederselskap bestemmer seg for å gå til kapitalmarkedet for å bedre sin finansiering. Det kan være at utstederselskapet vil finansiere et oppkjøp, eller at det har drevet med tap over lengre tid. Utstederselskapet kan også ha bestemt seg for å endre på sin finansieringsstruktur ved å skaffe seg mer egenkapital og betale tilbake noe av gjelden.

Utstederselskapet tar kontakt med et tilretteleggerselskap som har tillatelse til å bistå med slike finansieringsaktiviteter. I samarbeid med juridiske rådgivere utarbeider tilrettelegger og utsteder et prospekt som beskriver den forestående transaksjonen og sentrale trekk ved utstederselskapet. Det er vanlig at et prospekt har flere hundre siders omfang, og at det er ment for

---

<sup>5</sup> Walker (2014) s. 379 og ESMA [http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-esma-35\\_21st\\_version\\_qa\\_document\\_prospectus\\_related\\_issues.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-esma-35_21st_version_qa_document_prospectus_related_issues.pdf) s. 22 fra internett 23. september 2014

<sup>6</sup> EU-domstolen sak C-359/12 Timmel avsagt 15. mai 2014

<sup>7</sup> Verdipapirhandelloven § 7-1

<sup>8</sup> Verdipapirhandelloven § 7-3

<sup>9</sup> Verdipapirhandelloven § 7-7 (1)

en transaksjon som fullføres i løpet av et fåtall uker. Prospektet inneholder en tegningsblankett med innbydelse til investorene, der betingelsene er oppsummert og det er plass til å fylle inn detaljer for den enkelte tegner. En tegner skal oppgi personalia, konto for bank og verdipapirer og hvor mange aksjer det tegnes for. Det kan være mulig å oppgi et pengebeløp som tegning, og det kan være adgang til å sette en øvre prisgrense for tegningen. Nederst på blanketten skal tegneren signere, og det er vanlig at man da har gitt en ugjenkallelig belastningsfullmakt på bankkontoen. Noen investorer tegner seg tidlig i tegningsperioden, mens andre venter til siste time med å levere inn tegningen. Når tegningsperioden er utløpt, sier man at boken er stengt og at det ikke er mulig å levere inn flere tegninger.

Tilrettelegger setter de forskjellige tegningene opp i et regneark, og sorterer de etter prisgrense og antall aksjer som er tegnet. Man samler også de tegningene som har angitt et pengebeløp og sammenstiller gruppene til en samlet kjøpsinteresse. Utsteder tar så stilling til sin salgsinteresse holdt opp mot kjøpsinteressen, og sammen med tilrettelegger bestemmer de en pris som transaksjonen skal gjennomføres på. På dette stadiet har det vært tilfeller der utsteder ikke er fornøyd med tegningene, og har avbrutt kapitalinnhenting. Hvis man går videre, må det holdes et tildelingsmøte der allokeringen til hver enkelt investor blir bestemt. Det kan være en samlet prosentvis tildeling til investorer med mindre tegninger. For eksempel går halvparten av transaksjonens aksjer til privatsegmentet, og de får 80 prosent av sin tegning. I eksempelet må den siste halvdelen fordeles mellom de større tegningene. Noen investorer kan ha tegnet seg for hele emisjonen i en tegning, og de må få en stor avkorting. Andre investorer har levert en tegning som reflekterer det som vil være naturlig for sin gruppe, og det kan hende at de får allokert et antall aksjer som tilsvarer tegningen. Tilrettelegger gir så informasjon til investorene om den tildelingen den enkelte har fått. Den totale omsetningen rapporteres til børsen slik at det blir en offisiell omsetning. Det er vanlig at oppgjøret skjer tre dager etter omsetningsdagen. På natten før dag tre belastes investorenes bankkontoer via oppgjørssystemet til Norges Bank, samtidig som aksjene overføres til de enkelte investorenes verdipapirkontoer. Utstederens verdipapirkonto tømmes da for de samme aksjene, og utstaders bankkonto blir fylt opp med det samlede transaksjonsbeløpet netto for tilretteleggers honorar. Denne beskrivelsen av en normal tegningsprosess tjener som bakgrunn for regelen om tilleggsprospekt, som må offentliggjøres når det kommer ny og prisdrivende informasjon i tegningsperioden.

## **2.2 Sentrale begreper**

Dette delkapittelet tar for seg sentrale begreper som benyttes i denne oppgaven. Et *prospekt* er et dokument som er utarbeidet av den som vil opplyse om en forestående transaksjon i verdi-

papirer.<sup>10</sup> For å få finansiering til å realisere selskapets forretninger, trenger man et prospekt for å forklare formålet med transaksjonen og tilby utfyllende dokumentasjon til markedet. Prospektet skal blant annet belyse risiko for investorene og gi en generell beskrivelse av selskapet.<sup>11</sup> Finanstilsynet skal godkjenne prospektet før det offentliggjøres.<sup>12</sup> En transaksjon vil i denne oppgaven referere til tilbud og aksept om å kjøpe omsettelige verdipapirer, for eksempel i forbindelse med opptak til børsnøtering.<sup>13</sup> En *børsmelding* er en meddelelse til markedet i tråd med den løpende informasjonsplikten som en utsteder av børsnøterte verdipapirer har.<sup>14</sup>

Et *tillegg til prospekt* gir en oppdatering av prospektets innhold når det har kommet ny informasjon som kan påvirke prisen før transaksjonen er ferdigstilt.<sup>15 16</sup> I denne oppgaven brukes ordene «tilleggsprospekt» eller «tillegg» som likestilt med «tillegg til prospekt» for språklig variasjon. Der det skal utarbeides og offentliggjøres tillegg til prospekt brukes ordet «sendes» som en forkortelse. Ansvar for at det blir sendt ut tillegg hviler på utsteders styre.<sup>17</sup> Tillegg til prospekt må godkjennes av prospektmyndigheten, og det skal offentliggjøres på samme måte som det opprinnelige prospektet.<sup>18</sup> Når det sendes tilleggsprospekt, får investorene en lovbestemt rett til å tilbakekalle aksept, og det omtales i det følgende som en *trekkrettighet*.

## 2.3 Hensyn bak regelen om tilleggsprospekt

Det sentrale hensynet bak regelen om tillegg er å sikre investorene informasjon i tegningsperioden. Med større likhet i informasjonen fremmes tilliten til at aktørene deltar i markedet på like vilkår. Det gjør at flere potensielle investorer kommer til markedet, og at færrest mulig trekker seg fra markedet. Med tillit og bred deltakelse fremmes effektiviteten i de finansielle markedene og markedssvikt forebygges. Når utsteder har plikt til å sende tilleggsprospekt ved ny informasjon i tegningsperioden, skaper det trygghet for at en informasjonsfordel ikke utnyttes på bekostning av investorene.<sup>19</sup> Regelen om tilleggsprospekt gjør det lovstridig å utnytte den fordelen som en utsteder kunne få ved å holde tilbake negative nyheter i en emisjonsprosess. Reglene håndterer og omfordeler risiko ved at investorene får en trekkrettighet med tilleggsprospektet.<sup>20</sup> Det er altså ikke bare informasjon som blir tilveiebrakt, men også mulig-

---

<sup>10</sup> Se figur 1 i vedlegget

<sup>11</sup> Verdipapirhandelloven § 7-2 jfr. § 7-3 og Verdipapirhandelloven § 7-13

<sup>12</sup> Verdipapirhandelloven § 7-7 andre ledd, jfr. § 7-19.

<sup>13</sup> Prop. 84 L (2009-2010) punkt 5.2

<sup>14</sup> Verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd

<sup>15</sup> Se figur 2 i vedlegget

<sup>16</sup> Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum

<sup>17</sup> Verdipapirhandelloven § 7-18

<sup>18</sup> Verdipapirhandelloven § 7-15 andre punktum. Prospektmyndigheten i Norge ligger til Finanstilsynet

<sup>19</sup> Myklebust (2011) s. 55

<sup>20</sup> Myklebust (2011) s. 23



heten til å komme seg ut av et forretningsforhold som ellers kunne blitt en bindende avtale om å kjøpe aksjer. Dette gir en investorbeskyttelse som gjelder både for private og for profesjonelle aktører. Siden emisjoner i aksjerelaterte verdipapirer ofte gjelder større summer, korte tidsfrister og grensekryssende avtaler, har EU overnasjonale mål om harmoniserte regler på området for tilleggsprospekt.<sup>21</sup> På den annen side er det dyrt for selskapene å utarbeide dokumentasjon i form av tilleggsprospekt. Det følger også kostnader med å gi gratis trekkrettigheter til investorene i tegningsperioden, fordi det kan bli utsettelse og usikkerhet i prosessen med å hente inn ny kapital til selskapet.

## **2.4 Bruk av juridisk metode i oppgaven**

Denne oppgaven benytter alminnelig juridisk metode, som er normene blant annet Høyesterett har utviklet for hva som anses som gyldig rettslig argumentasjon. Sentrale metodeutfordringer i denne oppgaven har vært hvordan man skal utlede argumenter fra de forskjellige oversettelsene av prospektdirektivet og hvilken vekt slike slutninger skal få. Verdipapirhandelloven § 7-15 om tillegg til prospekt skal oppfylle Norges forpliktelser til å gjennomføre EUs prospektdirektiv, jfr. EØS-loven § 1 og EØS-avtalen artikkel 7 bokstav b. I lovgivers forarbeider uttales det at prospektdirektivet er en relevant tolkningsfaktor. «Lovforslaget er utformet for å gjennomføre EØS-regler som svarer til direktiv 2003/71/EF av 4. november 2003 om prospekt[...]».<sup>22</sup> Artikkel 16 om tillegg i EUs prospektdirektiv har følgende tekst:<sup>23</sup> «Every significant new factor, material mistake or inaccuracy relating to the information included in the prospectus which is capable of affecting the assessment of the securities [...] shall be mentioned in a supplement to the prospectus. [...]». Der det ikke ser ut til å være grunn til å drøfte forskjellige oversettelser, legges den engelske versjonen av EUs rettsakter til grunn, mens språkene dansk, tysk og fransk av praktiske grunner er benyttet ved nærmere drøftelser.

Man kan spørre om andre lands lover om tilleggsprospekt er kvalifisert som rettskilder. Andre EU/EØS-lands gjennomføring av reglene er ikke del av den direkte linjen fra EUs prospektdirektiv til den norske gjennomføringsloven.<sup>24</sup> På en slik bakgrunn kan man si at andre lands gjennomføring av reglene ikke er en rettskilde som kan gi argumenter med autoritetsvirkning når man skal finne innholdet av den interne norske rettsregelen. Hvordan andre EØS-land har gjennomført prospektdirektivet vil da ikke være kvalifisert som en del av de relevante rettskildene. Samtidig er den norske rettskildemetoden åpen på den måten at det kan trekkes inn

---

<sup>21</sup> Andenæs (2014) s. 16

<sup>22</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven mv. (gjennomføring av prospektdirektivet) punkt 1.1 hentet fra rettsdata.no 12. juni 2014

<sup>23</sup> Direktiv 2003/71/EC, se vedlegg til denne oppgaven for et mer omfattende utdrag

<sup>24</sup> EØS-avtalen artikkel 7 og EØS-loven § 1

mange bærere av argumenter, og andre lands rett har blitt anført som begrunnelse for resultatet i mange høyesterettsdommer.<sup>25</sup> Måten man rydder opp i et vidt kildeutvalg er ved å legge liten eller ingen vekt på argumenter fra marginale kilder. Spesielt der det har vært problemer med gjennomføring av reglen om tilleggsprospekt i andre land er det grunn til å undersøke den norske gjennomføringen. På denne bakgrunnen er andre EU/EØS-lands gjennomføring til en viss grad trukket inn som rettskilde i denne oppgaven, selv om disse argumentene har fått liten gjennomslagskraft i utforming av den interne norske rettsregelen om tilleggsprospekt.

I oppgaven er det benyttet uttalelser fra EU-kommisjonen som er kommet til uttrykk i forordningen til en forordning. Hvorvidt forordningen anses som et rettslig grunnlag med autoritetsvirkning kan være gjenstand for debatt. I Rt. 2000 s. 1811 Finanger I ble det flere ganger vist til forordningen, og på side 1822 ble et direktivs formål utledet fra forordningen. I norsk litteratur har Sejersted m. fl. benyttet forordningen til EØS-avtalen som en rettskilde uten å stille spørsmål ved dette.<sup>26</sup> I det følgende blir forordningen derfor ansett som en relevant rettskilde, og gjennomslagskraften blir ikke begrenset i noen særlig grad.

Et metodespørsmål i denne oppgaven har vært hvordan rettsøkonomiske betraktninger skal innarbeides. Når man skal klarlegge regelen om tilleggsprospekt, er det naturlig å holde den normative slutningen fra lovteksten opp mot den deskriptive slutningen fra konsekvensene. Da kan man få klarlagt reelle hensyn som kan gi bidrag til tolkningen. Dette er spesielt fremtredende i drøftelsen av om tegningsinteressen utgjør en prisdrivende omstendighet som utløser tilleggsprospekt. I den forbindelse blir det undersøkt om de forskjellige typene aktører har sammenfallende ønsker om at tegningsinteressen skal anses som en prisdrivende omstendighet.

### **3 Virkeområdet for tillegg til prospekt**

#### **3.1 Geografisk virkeområde**

I dette kapitlet drøftes virkeområdet til regelen om tilleggsprospekt, og det kan deles inn geografisk, personelt, saklig og tidsmessig. Lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (heretter verdipapirhandelloven) § 1-2 angir det geografiske virkeområdet som «virksomhet i Norge».<sup>27</sup> En språklig forståelse av lovens ordlyd er at den som er ansvarlig for informasjon i et prospekt eller tilleggsprospekt, må ha sitt hovedsete i riket. Det gjelder for eksempel når utstederselskap og verdipapirforetak har hovedkontor i Norge. Grenseoverskridende virksom-

---

<sup>25</sup> Rt. 1977 s. 1035 Sykejournal, Rt. 1952 s. 1217 Telefonsjikane

<sup>26</sup> Arnesen og Stenvik (2009) s. 12

<sup>27</sup> Verdipapirhandelloven § 1-2 første punktum

het er regulert i verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd som «foretak med hovedsete i annen EØS-stat som yter investeringstjenester i Norge etter § 9-24, gjelder [...] kapittel 1 til 7». Lest i sammenheng med § 9-24 første ledd andre punktum er det krav til at foretak fra andre EØS-stater, må være godkjent og under tilsyn i hjemstaten. Dermed gjelder kapittel 7 om prospektkrav i verdipapirhandelloven også hvis det er grenseoverskridende virksomhet fra en annen EØS-stat.<sup>28</sup> Norge er altså i hovedsak det geografiske virkeområdet for den norske regelen om tilleggsprospekt.

### 3.2 Hvem retter regelen seg mot?

Man kan spørre hvilke personer regelen om tilleggsprospekt retter seg mot. Ansvar for at prospektet oppfyller kravene ligger på selskapets styre «[v]ed tilbud om tegning eller kjøp av aksjer», jfr. verdipapirhandelloven § 7-18 første ledd første punktum. Etter ordlyden gjelder ansvars plasseringen bare når det er «aksjer» som omhandles i prospektet. Ordlyden omfatter ikke konvertible obligasjoner eller andre instrumenter med et gjeldselement, men en tolkning av verdipapirhandelloven § 2-2 andre ledd nr. 1, jfr. nr. 2 og 3 i sammenheng tilsier klart at en slik utvidende tolkning er naturlig.

Ansvarsregelen i verdipapirhandelloven § 7-18 første ledd første punktum retter seg mot «tilbud [...] som fremsettes av det selskapet som har utstedt aksjene». En naturlig tolkning er at et utstederselskap som ønsker ny finansiering, tilbyr verdipapirer gjennom et prospekt. For eksempel vil Orkla ASA ha økt kapitalbase, og Orkla ASAs styre er ansvarlig når det sendes ut et prospekt med tilbud om å kjøpe nye aksjer. Ordlyden omfatter ikke tilfellene der en større eier ønsker å selge seg ut. Her må rimelighetshensyn tilsi at utsteder ikke får ansvar for en annen tilbyders feil og forsømmelser.<sup>29</sup> Denne løsningen kan forankres i alminnelige verdipapirrettslige prinsipper om ansvar, noe som fremgår av forarbeidene.<sup>30</sup> Forarbeidenes løsning må få stor vekt når lovens ordlyd er taus om ansvars plasseringen for andre enn utstederselskapet selv.

Man kan spørre om flere subjekter enn utsteders styre kan rammes av sanksjonsbestemmelser ved utarbeidelse av tilleggsprospekt. Ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-18 første ledd første punktum tyder ikke på det. Prospektdirektivet artikkel 25 første ledd stiller imidlertid krav til EØS-statene om å håndheve brudd på bestemmelsene.<sup>31</sup> Medlemsstaten skal sørge for at det treffes nødvendige administrative tiltak eller at det pålegges administrative sanksjoner på «the persons responsible». Dette må tolkes sammen med ordlyden i prospektdirektivet ar-

---

<sup>28</sup> Verdipapirhandelloven § 9-24 første ledd, jfr. § 9-26 første ledd nr. 1

<sup>29</sup> Myklebust (2011) s. 300 viser til børssirkulære 9/2005 punkt 7.2 og juridisk teori.

<sup>30</sup> Ot. prp. nr. 69 (2005) punkt 6.5

<sup>31</sup> Direktiv 2003/71/EC

tikkel 6 første ledd første punktum. Den gir plikt for medlemsstatene å pålegge ansvar for informasjonen i et prospekt på utsteder eller et av organene som står for noteringen.

EU-domstolen behandlet i 2005 en sak om tolkning av artikkel 21 i noteringsdirektivet, som nå er konsolidert inn i prospektdirektivet.<sup>32 33</sup> Saken handlet om unøyaktig og villedende informasjon før børsnotering.<sup>34</sup> Artikkel 21 andre ledd pålegger medlemsstatene å gjøre subjektene i noteringsdokumentet ansvarlig. Den skulle ifølge EU-domstolen i punkt 55 tolkes slik at det ikke hindrer nasjonal lovgivning fra å ilegge administrative sanksjoner ikke bare på personene som uttrykkelig er nevnt, men også på utsteder og styremedlemmene i selskapet, uansett om disse er identifisert som ansvarlige i noteringsdokumentene. Straff inkluderes som mulig sanksjon i dommen med teksten «criminal [...] penalties». Det ble i dommens punkt 53 understreket at en slik utøvelse måtte samsvare med unionens lover og generelle prinsipper, blant annet proporsjonalitetsprinsippet.

Noteringsdirektivet er videreført i prospektdirektivet, og det taler for å tolke personkretsen vidt i prospektdirektivet på samme måte som i saken om noteringsdirektivet. En slik utvidende tolkning kan være i samsvar med et strengt profesjonsansvar på erstatningsrettens område, jfr. Rt. 2000 s. 679 Investa. Når sanksjonen er straff, taler legalitetsprinsippet mot å ilegge sanksjon uten en klar forankring i «law».<sup>35</sup> Teksten «law» i EMK artikkel 7 tolkes etter praksis fra EMD som både formell lovtekst og domstolskapt rett, ettersom typen strafferettslig system varierer mellom konvensjonsstatene.<sup>36</sup> EMD har i saken *Cantoni mot Frankrike* presisert klarhetskravet til at det må være tilstrekkelig klarhet i kjernen av straffnormen «in the large majority of cases».<sup>37</sup> Når EU-domstolen har rammet en vid personkrets med noteringsdirektivet, kan det tilsi at de fleste tilfeller av erstatningsrettslig prospektansvar også oppfattes vidt. Likevel vil den store gjennomslagskraften til legalitetsprinsippet på strafferettens område hindre et så vidt straffeansvar, jfr. Grunnloven § 96. Regelen om tillegg retter seg altså mot personene i utstederselskapets styre, mens en videre personkrets kan bli ilagt erstatningsansvar.

---

<sup>32</sup> Direktiv 2001/34/EC hentet fra internett 17. september 2014: [http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir\\_01\\_34.PDF](http://www.esma.europa.eu/system/files/Dir_01_34.PDF)

<sup>33</sup> Hentet fra internett 20. februar 2015: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/accounting/legal\\_framework/prospectus\\_directive/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/legal_framework/prospectus_directive/index_en.htm)

<sup>34</sup> Case C-430/05 fra internett 17. september 2014: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:62005CJ0430:EN:HTML>

<sup>35</sup> EMK artikkel 7, jfr. menneskerettighetsloven § 2

<sup>36</sup> EMK er den europeiske menneskerettighetskonvensjonen og EMD er den europeiske menneskerettighetsdomstolen.

<sup>37</sup> Frøberg (2013) s. 6

### 3.3 Saklig virkeområde

Problemstillingen i det følgende er hvilke tilfeller regelen om tilleggsprospekt gjelder for. Prospektreglene i verdipapirhandelloven kapittel 7 gjelder når selskaper skal noteres på et regulert marked, med ordlyden «herunder kapitalforhøyelser» i verdipapirhandelloven § 7-3 første punktum. En språklig tolkning av lovens ordlyd tilsier at transaksjoner ved børsnoteringer er underlagt prospektkravene. Reguleringen av det saklige virkeområdet for andre transaksjoner finnes i verdipapirhandelloven § 7-2 første punktum. Hovedregelen er at ved «tilbud om tegning eller kjøp» er det prospektplikt. Dette kan språklig sett tolkes som to typer prospektplikt, for tegning og kjøp. Ordlyden har unntak for rettede transaksjoner «til 150 personer» eller mindre. Etter ordlyden er det også unntak for transaksjoner med beløp mindre enn «1 000 000 euro». I verdipapirhandelloven § 7-5 nr. 1 er det unntak fra prospektkravet i § 7-3 for emisjoner på mindre enn ti prosent av aksjeklassen. Når ordlyden i § 7-5 ikke viser til § 7-2, skulle det tilsi at utsteder ikke kan komme unna prospektkravene ved en ti prosents emisjon når selskapet allerede er børsnotert. Likevel er ordlyden i § 7-5 nr. 1 «opptak til notering som gjelder: 1. kapitalforhøyelser [...] som allerede er notert». En naturlig lesning av denne ordlyden er at det likevel ikke er en begrensning til børsintroduksjoner, noe referansen til § 7-3 kunne tilsi. Privat praksis støtter denne tolkningen ettersom det er svært utbredt å gjennomføre emisjoner på mindre enn 10 prosent, og i disse tilfellene utarbeides det ikke prospekt. Nye opplysninger som kan påvirke prisingen er også relevante for transaksjoner som gjennomføres uten prospekt. I praksis har man bedt om ny bekreftelse fra alle tegnere dersom det blir endringer i betingelsene underveis. Dette kan illustrere hvordan ny informasjon utløser selgers informasjonsplikt i tilfeller uten krav om tilleggsprospekt.

Det er også unntak fra prospektplikt ved overtakelsestilbud, jfr. verdipapirhandelloven § 7-5 nr. 5 og 7, der vilkåret er «et dokument som prospektmyndigheten anser at gir tilsvarende opplysninger som i § 7-13», altså at det oppfyller kravene til innhold i et prospekt. Det kan leses i sammenheng med allmennaksjeloven kapittel 13 med krav til fusjonsplanens innhold blant annet i allmennaksjeloven § 13-6. Det kan være rimelig at regelen om *tillegg* skal få anvendelse når prospektmyndigheten har godkjent at en slik fusjonsplan dekker prospektkravene, og det er en tidsperiode for blant annet kreditorvarsel, jfr. allmennaksjeloven § 13-15 før fusjonen, jfr. allmennaksjeloven § 13-17. Likevel får disse reelle hensyn liten vekt, ettersom det er regler for søksmål om ugyldig fusjon i allmennaksjeloven § 13-20 som kan påberopes ved ny informasjon som kan påvirke prisingen. Resultatet ser da ut til å bli at også kravet om tillegg faller bort ved overtakelsestilbud.

Man kan spørre om aksjer som planlegges fortsatt å være unoterte er underlagt krav om prospekt og tillegg. Verdipapirhandelloven § 7-2 første punktum gjelder «omsettelige verdipapirer», noe som er legaldefinert i § 2-2 andre ledd som «verdipapirer som kan omsettes på kapi-

talmarkedet» uten noen begrensning til regulert marked. En naturlig språklig tolkning av loven i sammenheng tilsier at også aksjer som planlegges fortsatt å være unoterte, er underlagt prospektkravet når transaksjonen er større enn en million euro og retter seg til mer enn 150 personer, jfr. § 7-2 første punktum.<sup>38</sup> En tolkning av verdipapirhandelloven kapittel 7 i sammenheng tilsier at tilleggsprospekt etter § 7-15 første punktum også kan bli aktuelt ved slike unoterte transaksjoner.

Er kravet om tilleggsprospekt relevant når et registreringsprospekt er godkjent som EØS-prospekt? Denne oppgaven tar for seg EØS-prospekter, der samlet beløp i transaksjonen overstiger fem millioner euro beregnet over 12 måneder.<sup>39</sup> Det er likevel adgang for å få godkjent et registreringsprospekt som EØS-prospekt i medhold av verdipapirhandelloven § 7-7 femte ledd. Det er en forutsetning at «opplysningene i prospektet tilsvarer [...] EØS-prospekt». Etter naturlig tolkning av ordlyden vil det inkludere regelen om tillegg til prospekt i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum.

Samlet sett er det saklige virkeområdet for regelen om tilleggsprospekt kapitalinnhentinger for børsnoterte selskaper. Det er unntak for mindre og rettede transaksjoner der regelen ikke kommer til anvendelse. Reglene kan få virkning der prospektmyndigheten godkjenner en overtakelsesplan som et prospekt, og ved større transaksjoner der selskapet skal forbli unotert.

### 3.4 Tidsmessig virkeområde

Spørsmålet er i hvilket tidsrom regelen om tilleggsprospekt kan få anvendelse. Det er naturlig å undersøke når plikten inntreer og når den opphører. Tidsperioden der det kan oppstå plikt til å offentliggjøre tilleggsprospekt starter ved «tidspunktet for godkjenningen av prospektet», jfr. verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. En naturlig måte å forstå lovens tekst er at det er et vilkår for pliktig tilleggsprospekt at godkjenning er oppnådd fra prospektmyndigheten, jfr. verdipapirhandelloven § 7-8 første og annet ledd. Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum ble endret i 2012, og da ble det presisert i forarbeidene at tidspunktet for starten er godkjenningen, og ikke offentliggjøringen, jfr. verdipapirhandelloven § 7-19 første ledd.<sup>40</sup> Den nye lovteksten sikrer altså investorene tilleggsprospekt i tidsrommet mellom godkjennelsen og offentliggjøringen fra selskapet.<sup>41</sup> I privat praksis er det vanlig å sende *børsmelding* når en slik godkjennelse er oppnådd. Likevel må lovteksten få gjennomslag slik at regelen om tilleggsprospekt kan komme til anvendelse allerede fra det tidspunktet beskjeden om godkjenning er mottatt av utstederselskapet. Da blir det sammenheng i informasjonen som følger av

---

<sup>38</sup> Myklebust (2011) s. 197

<sup>39</sup> Verdipapirhandelloven § 7-7 første ledd

<sup>40</sup> Prop.107 L (2011-2012) i punkt 9.14

<sup>41</sup> Se figur 3 i vedlegget

det godkjente prospektet og eventuelle tilleggsprospekt. Man unngår en tidsperiode hvor ny informasjon ikke blir behandlet med prospektreglenes formkrav. Tidsperioden for mulig tillegg starter altså med godkjenning fra prospektmyndigheten.

Man kan spørre hva resultatet blir hvis den nye informasjonen kommer før godkjenning. Etter ordlyden foreligger det ikke plikt til å sende tilleggsprospekt på dette tidspunktet. Da tilsier lovens system at det må bli opp til prospektmyndigheten å vurdere om det likevel skal gis godkjenning. Hvis det ikke gis godkjenning, må det eventuelt utarbeides et nytt prospekt i tråd med verdipapirhandelloven § 7-2 og § 7-3. I perioden før godkjenning beskyttes investorene altså av at det må utarbeides et nytt prospekt ved nye opplysninger.

Når er det ikke lenger aktuelt med tilleggsprospekt? Avslutning av tidsperioden er etter verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum «tidspunktet for akseptperiodens utløp eller opptaket til notering, det alternativet som inntreffer sist». En språklig tolkning kan lede til slutning om at dette refererer til forskjellige typer prospektplikt ved kjøp og tegning eller notering. For noteringsprospekt vil det imidlertid ikke være noen tegningsperiode, og dermed blir det ikke relevant med tilleggsprospekt. Dermed må lovteksten leses som at beskyttelsen løper helt til begge betingelser er oppfylt.<sup>42</sup> Hensikten med reguleringen må være å sikre investorene så lenge dette er påkrevd. Etter en språklig forståelse refererer ordlyden «opptaket til notering» til tidspunktet for børsnotering av de nye aksjene. Det alternative avskjæringstidspunktet er etter verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum «tidspunktet for akseptperiodens utløp». En naturlig språklig forståelse av denne ordlyden er at tilleggsplikten opphører når en tidsfrist for å akseptere tilbudet i prospektet er utløpt. Det er ikke uttrykkelige krav om en slik tidsfrist i prospektreglene, men det er fast praksis for å angi et tidsrom for tilbudets varighet. Hvis det ikke er angitt noen slik frist, er det naturlig å velge alternativet «opptak til notering». Hvis begge tidspunktene foreligger, skal «det alternativet som inntreffer sist» velges. I de tilfellene hvor akseptperioden først utløper og transaksjonen deretter registreres i børsens handelssystem, er det naturlig å la tilleggsplikten falle bort med det siste alternativet.<sup>43</sup> Da får tegnerne beskyttelse av tilleggsplikten helt til aksjene kan selges.

Hvis kapitalinnhenting utføres raskt, slik at opptak til notering kommer før akseptperiodens utløp, vil det etter den norske ordlyden fremdeles være tilleggsplikt.<sup>44</sup> Prospektdirektivet artikkel 16 første ledd har teksten «the final closing of the offer to the public», noe som refererer til avslutning av tilbudet og neppe kan være etter opptaket til notering. Direktivet har ikke noen kobling til en akseptperiode slik som den norske ordlyden, og av hensyn til harmonise-

---

<sup>42</sup> Se figur 4 og 5 i vedlegget

<sup>43</sup> Se figur 4 i vedlegget

<sup>44</sup> Se figur 5 i vedlegget

ring må prospektdirektivet få avgjørende vekt. For unoterte aksjer vil ikke alternativet «opptak til notering» være aktuelt, men også her kan det skje en overgang av eiendomsretten før perioden i prospektet er utløpt, og da er det naturlig også her å tolke bort tilleggsplikten etter at transaksjonen er registrert i foretaksregisteret. Tidsperioden for mulig tilleggsprospekt starter altså når prospektmyndigheten sender ut sin godkjennelse, mens perioden avsluttes ved opptaket til notering.

## **4 Vilkårene for pliktig tilleggsprospekt**

### **4.1 Utgangspunktet i verdipapirhandelloven § 7-15**

Dette kapittelet tar sikte på å klarlegge vilkårene som må være oppfylt for at det skal sendes tilleggsprospekt. Den norske regelen om når det skal sendes tilleggsprospekt fremgår av verdipapirhandelloven, og det rettslige utgangspunktet følger av en naturlig språklig forståelse av ordlyden i loven. Lovteksten om tillegg til prospekt i verdipapirhandelloven § 7-15 er:

Enhver ny omstendighet, vesentlig feil eller unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for godkjenningen av prospektet og tidspunktet for akseptsperiodens utløp eller opptaket til notering, det alternativet som inntreffer sist, skal fremgå av et tillegg til prospektet. Tillegget skal godkjennes i samsvar med § 7-7 og offentliggjøres uten ugrunnet opphold i samsvar med § 7-19.

En språklig tolkning tilsier at tilleggsprospekt skal sendes hvis det kommer ny informasjon som kan påvirke aksjeprisen i tegningsperioden. Det følger en plikt til å utarbeide, få godkjent og offentliggjøre tilleggsprospekt, mens investorene har en rett til å motta tilleggsprospekt. Et viktig spørsmål er hva som skal til for å trå over terskelen for ny informasjon som kan påvirke aksjeprisen, slik at det oppstår en lovbestemt plikt til å offentliggjøre tilleggsprospekt. Man kan også spørre hvilken ny informasjon som gir priseffekt og hvilken informasjon som ikke gir priseffekt. Selv om tolkningsresultatet beror på en samlet vurdering av inngangsvilkåret, vil de enkelte delene bli analysert i det følgende. Øvrige vilkår for når det oppstår plikt til å sende tilleggsprospekt drøftes etter inngangsvilkåret. Først behandles enkelte minimumstilfeller som EU har angitt for når det skal sendes tilleggsprospekt.

### **4.2 Minimumstilfellene som utløser pliktig tilleggsprospekt**

Problemstillingen er om det finnes spesielle tilfeller som utløser tilleggsprospekt uten noen nærmere vurdering. EU-kommisjonen har gitt en teknisk forordning der artikkel 1 har teksten «specifying situations in which the publication of a supplement to the prospectus is mandato-



ry».<sup>45</sup> En språklig forståelse av denne ordlyden innebærer at minimumstilfellene gir rettslig plikt til å sende tillegg.

Det ventes etter en høring uten materielle merknader at Finansdepartementet fremmer lovforslag om lovhjemmel til å gi nærmere regler for tillegg til prospekt som en ny setning som legges til lovteksten i verdipapirhandelloven § 7-15.<sup>46</sup> Det vil gi hjemmel til å fastsette kommisjonsforordning (EU) nr. 382/2014 som forskrift. Departementet får da også en hjemmel til å gjennomføre videre detaljregulering av tillegg til prospekt fra EUs side.

På det nåværende tidspunkt gjelder forordningen i EU-landene, men ikke i Norge. Det er en mer detaljert beskrivelse av investorbeskyttelsen i EU enn i Norge, og det kan lede til at en utsteder oppfatter forpliktelsene som mindre tyngende i Norge. Inntil lovendringen er gjennomført og forskriften er vedtatt, kan det se ut som at det mangler harmonisering på dette området. På den annen side kan man anføre at hovedregelen om tillegg til prospekt i verdipapirhandelloven § 7-15 vil fange opp også minimumstilfellene, selv om de vil tre tydeligere frem etter lovendringen.

I forordningens artikkel 2 er det angitt åtte minimumstilfeller i bokstavene a til h. Bokstav a har den engelske teksten «new annual audited financial statements are published». I fortalen punkt 6 første punktum er tilfellet begrunnet med at revisorgodkjent årsrapport spiller en avgjørende rolle ved investeringsbeslutninger. På den annen side kan man som reelle hensyn fremheve at det sendes regnskap hvert kvartal og at innsideinformasjon skal meldes løpende. Revisors godkjennelse vil da neppe være kursdrivende, med mindre revisor har funnet grunn til å kommentere regnskapet. Konsekvensbetraktninger tilsier at perioden for emisjonen må legges før eller etter den antatte dato for revisors godkjennelse. Det blir dermed mulige kostnader for utstedere i EU/EØS-regionen som må fremskynde eller utsette transaksjoner. På den annen side kan man anføre at det er selskapets styre som fremlegger regnskapene, og at de kan velge et tidspunkt som går klar av tegningsperioden.

Den europeiske prospektmyndigheten<sup>47</sup> bestemte tidligere at det skulle utarbeides tilleggsprospekt ved ordinær kvartalsrapportering i transaksjonsperioden.<sup>48</sup> Kvartalsrapporten skulle tas

---

<sup>45</sup> Fra internett 18. mars 2015: <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%207589%202014%20INIT>

<sup>46</sup> Fra internett 13. februar 2015: <https://www.regjeringen.no/nb/dokumenter/Horing----gjennomforing-av-kommisjonsforordning-EU-nr-3822014-/id2341861/>

<sup>47</sup> Committee of European Securities Regulators (CESR) var forløperen til European Securities and Markets Authority (ESMA)

<sup>48</sup> Oslo Børs. Vedlegg til børssirkulære 9/2005 s. 17 av 27

inn ved henvisning.<sup>49</sup> Denne tolkningen må anses å ha falt bort ved ESMA's uttalelse i rapport 20/12-2013 punkt 94 på side 21 om at delårsrapporter ikke skal være et minimumstilfelle som utløser tilleggsprospekt.

Minimumstilfellet i den tekniske forordningen artikkel 2 bokstav b gjelder «an amendment to a profit forecast or a profit estimate already included in the prospectus». Dette vil språklig sett bety en endring av en lønnsomhetskalkyle som er tatt med i prospektet. En slik endring vil bli reflektert i den økonomiske rapporteringen ex post, og vil ex ante være gjenstand for børs-melding i tråd med den løpende informasjonsplikten. Lest i sammenheng med verdipapirhandelloven § 7-15 kan man anføre at en slik endret lønnsomhet vil ha bakgrunn i en ny omstendighet, og utslaget på lønnsomheten vil kunne ha betydning for vurderingen av verdipapirene. Dermed er tilfellet allerede omfattet av ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum og prospektdirektivet artikkel 16 første ledd.

Andre minimumstilfeller for aksjer er endring av kontroll i bokstav c, eller et nytt bud på selskapet i bokstav d. I bokstav e finnes et minimumstilfelle der arbeidskapitalen som er omtalt i prospektet minker, slik at selskapets forpliktelser ikke kan oppfylles.

Minimumstilfellet med betydelig økte forpliktelser gjelder både for transaksjoner med aksjer og konvertible obligasjoner etter bokstav g. Der den nominelle størrelsen på transaksjonen øker, skal det i alle fall sendes tilleggsprospekt, jfr. artikkel 2 bokstav h. Det samme gjelder etter bokstav f der utsteder vil børsnoteres eller gjennomføre en emisjon i et annet EU/EØS-land.

Det er dermed flere minimumstilfeller der EU har bestemt at det skal sendes tilleggsprospekt, blant annet revisorgodkjent årsrapport og underdekning av finansielle forpliktelser. Samtidig vil disse minimumstilfellene bare fange opp et fåtall av situasjonene med ny informasjon i tegningsperioden, og derfor drøfter denne oppgaven de generelle vilkårene for tilleggsprospekt i det følgende.

## **4.3 Ny omstendighet som vilkår**

### **4.3.1 Ny informasjon i form av en omstendighet**

Problemstillingen i dette delkapittelet er hvilke fenomener vilkåret «ny omstendighet» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum refererer til. En naturlig språklig forståelse av vilkåret «ny omstendighet[...]» som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene» er en ny

---

<sup>49</sup> Verdipapirhandelloven § 7-14 andre ledd første punktum siste komma

faktor, en hendelse eller en begivenhet som kan påvirke prisingen av aksjene.<sup>50</sup> Man kan dele lovteksten opp i tre tema. Det er den objektive «omstendighet», priseffekten «vurderingen av verdipapirene» og innvirkningskriteriet «som kan få betydning for». En språklig tolkning av uttrykket «omstendighet» tilsier at det kan referere til et vidt spekter av fenomener. Når teksten er et større foretak, kan det ofte være hendelser som omtales i media, spesielt når selskapet er børsnotert. Det kan være betydelige hendelser som for eksempel et forlis for et av skipene i et rederi. Et selskap kan også få en ny stor salgsavtale eller finansdirektøren kan forlate sin stilling. Strengt tatt vil det ikke være noen nedre grense for hva som er en omstendighet, for eksempel at det var få personer på selskapets kvartalspresentasjon. Felles for slike omstendigheter er at de kan sies å være objektivt konstaterbare, på den måte at deres tilstedeværelse ikke avhenger av den som betrakter situasjonen.

Etter en naturlig tolkning av lovteksten «som kan få betydning for vurdering av verdipapirene» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum gjelder det en terskel for betydningen for verdsettelsen. Etter en språklig forståelse er det en lav terskel på den måten at enhver målbar priseffekt vil oppfylle vilkåret. Ordlyden «vurderingen av verdipapirene» må etter en naturlig språklig forståelse angi prising av aksjene eller gjeldspapirene. Det må hovedsakelig foregå i et marked, for eksempel prising gjennom historisk omsetning. En alternativ tolkning er en hypotetisk prisforventning for en kommende transaksjon. Ved forventninger vil det være en mer subjektiv vurdering. Når ordlyden er «som kan få betydning for vurderingen», er det alternativet med prisforventning som er aktuelt. En normalt interessert person kan vanligvis gjøre seg opp en formening om hvordan en begivenhet vil påvirke verdien av selskapets aksjer. I mange tilfeller ber journalistene en analytiker om å uttale seg om hva som kan ventes av virkning på selskapets inntjening og aksjepris. Den faktiske reaksjonen i verdipapirmarkedet viser seg i ettertid, og det er ikke enkelt å isolere priseffekten fra hver enkelt begivenhet. Når selv virkningen i ettertid er gjenstand for skjønn, tilsier det at virkningen *før* markedet får informasjonen blir vurderingspreget.

Et eksempel på bruk av tilleggsprospekt fant sted da Aker Bio Marine ASA trengte ny finansiering. Selskapet hadde utarbeidet, fått godkjent og offentliggjort et *prospekt*. Etter tre dager inntraff det et uhell med et av selskapets skip. Maskineriet var ødelagt, slik at det ble avbrudd i fisket og skipet måtte repareres. Siden inntekter falt bort og kostnadene økte, ble det lavere lønnsomhet for selskapet, noe som virket negativt på verdsettelsen av aksjene. Selskapet utarbeidet et *tilleggsprospekt* som ble sendt til prospektmyndigheten ved Finanstilsynet for godkjenning. Etter at tilleggsprospektet ble godkjent, ble det offentliggjort gjennom informa-

---

<sup>50</sup> Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum

sjonssystemet til Oslo Børs.<sup>51</sup> I tilleggsprospektet stod det at investorene fikk *trekkrettighet*.<sup>52</sup> Dermed fikk investorene informasjon i en form som tilsvarte det opprinnelige prospektet. De fikk også muligheten til å ta stilling til om de ville holde fast ved tegningen selv om det var kommet ny informasjon som kunne få betydning for vurderingen av aksjene. I dette tilfellet ble det sendt tillegg til prospekt om driftsuhell. Her er det en isolert begivenhet som selskapet har ansett som relevant, spesifikk og med priseffekt.

En kan undersøke om ordlyden «omstendighet» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum refererer til annet enn ytre faktorer. En naturlig språklig forståelse av ordlyden tilsier at det også kan være en intern faktor som endrer verdien av selskapet. En faktor internt i selskapet kan være endringer i ledelsen, for eksempel da svenske Precise Biometrics AB offentliggjorde tilleggsprospekt om en ny salgsleder i Nord-Amerika, noe som kan påvirke inntjeningen.<sup>53</sup> Selv om tilfellet kan tjene som eksempel, vil den rettskildemessige verdien av slik praksis i andre EØS-land være begrenset.

Forarbeidene omtaler vilkåret ny omstendighet som «dersom det fremkommer nye opplysninger».<sup>54</sup> Dette ser ut til å være en vid forståelse av «ny omstendighet». For eksempel kan informasjon om store tegninger i den aktuelle transaksjonen sies å komme under et slikt vidt begrep. Argumentet står i sammendraget til proposisjonen, og kan sies å ha mindre autoritetsvirkning enn om det var en del av hovedteksten. Verdipapirhandelloven er heller ikke en så sentral juridisk lov at forarbeidene er spesielt grundig utformet. Dermed vil den vide tolkingen i deler av forarbeidene få liten gjennomslagskraft relativt til lovteksten.

Ordlyden i den gjeldende verdipapirhandelloven § 7-15 er en videreføring av den tidligere verdipapirhandelloven av 1997 § 5-5. Den nye lovteksten har beholdt formuleringene fra den eldre loven. I forarbeidene til 1997-loven nevnes den eldre lovteksten<sup>55</sup>, og deretter den eng-

---

<sup>51</sup> Se <http://www.akerbiomarine.com/news.cfm?path=169&id=3-1374> . Fra internett 04. oktober 2014

<sup>52</sup> Verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd

<sup>53</sup> Fra internett 18. mars 2015: <http://www.fi.se/templates/ProspektFile.aspx?guid=97AD114C-0C24-41D1-AEBE-FE9B5C61B19F>

<sup>54</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven mv. (gjennomføring av prospektdirektivet) punkt 1.2 hentet fra rettsdata.no 18. mars 2015

<sup>55</sup> «5.5.1 Gjeldende rett

Tillegg til prospekt

Ifølge vphl. § 5-5 annet ledd skal enhver ny omstendighet eller vesentlig unøyaktighet som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene, og som fremkommer mellom tidspunktet for offentliggjøring av prospektet og tidspunktet for tegningsperiodens endelige utløp fremgå av et tillegg til prospektet.»

elske direktivteksten, men uten at mulige forskjeller er kommentert.<sup>56</sup> Dette kan tyde på at lovgiver har valgt å videreføre en kjent lovtekst, og at det ikke har vært tatt stilling til avvik fra prospektdirektivet. Siden forarbeidene understreker målet om å gjennomføre prospektdirektivet, utgjør dette et argument for å gi direktivteksten et relativt stort gjennomslag ved konflikt med lovteksten.<sup>57</sup>

Vilkåret omstendighet har betegnelsen «factor» i den engelske versjonen av prospektdirektivet artikkel 16 første ledd. En faktor uttrykker en del av et hele, for eksempel skroget på et skip. Endring av faktoren gir endring på helheten, for eksempel gjør en endring av skroget at skipet blir endret. En faktor kan også komme til og gi endring, for eksempel at et annet selskaps skip kolliderer i et av utstederselskapets skip.

I en EU-rettslig tolkning søker man å finne et selvstendig eller autonomt meningsinnhold i det aktuelle begrepet, og da må man trekke inn flere språk. Målet er å klarlegge en rettslig normering for tilleggsprospekt som er ensartet mellom nasjonene og løsrevet fra de enkelte lands ordlyd.<sup>58</sup> Alle medlemslandenes språklige oversettelser av prospektdirektivet har samme autoritetsvirkning. Dette gjør at det er nyttig å se på for eksempel tyske og franske oversettelser av prospektdirektivet for å finne en selvstendig og enhetlig tolkning. Den tyske versjonen av prospektdirektivet har følgende tekst: «Nachtrag zum Prospekt (1) Jeder wichtige neue Umstand oder jede wesentliche Unrichtigkeit oder Ungenauigkeit in Bezug auf die im Prospekt enthaltenen Angaben, die die Bewertung der Wertpapiere beeinflussen könnten ».<sup>59</sup> Her brukes termen «Umstand» på tilsvarende måte som i den norske verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. Det kan være mulig å bruke sammenstillingen «en indre omstendighet», men tanken ledes nok først til ytre forhold. En omstendighet kan sies å peke mot noe som har en tidsangivelse for når det inntreffer.

På fransk er ordlyden som følger: «Suppléments au prospectus. Tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le prospectus, qui est de nature à influencer l'évaluation des valeurs mobilières et survient »<sup>60</sup>.

---

<sup>56</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) punkt 5.5.1

<sup>57</sup> Ot.prp. nr. 69 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven mv.(gjennomføring av prospektdirektivet) punkt 1.1 hentet fra rettsdata.no 18. mars 2015

<sup>58</sup> ECJ CILFIT avsnitt 18

<sup>59</sup> Fra internett 18. mars 2015: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:327:0001:0012:DE:PDF> s. 327, artikkel 1, punkt 16, artikkel 16 nummer 1 første setning

<sup>60</sup> Hentet fra internett 26. mars 2015: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:327:0001:0012:FR:PDF> s. 327, artikkel 1, punkt 16, artikkel 16 nr. 1 første setning

Her brukes ordet faktor (fait) på tilsvarende måte som i den engelske oversettelsen. En faktor bringer språklige assosiasjoner til en del av en verdiberegning, noe som igjen har betydning for investorene. Dette er kanskje ikke omfattet av det norske ordet «omstendighet», som heller peker i retning av utenforstående hendelser. Samlet sett er vilkåret «omstendighet» objektivt og svært vidt, men det må kunne ha en prisseffekt på verdipapirene. I den siste vurderingen må det foretas en skjønnsmessig vurdering.

#### 4.3.2 Ny informasjon som fremkommer

Det er et vilkår for tilleggsplikten at det må være ny informasjon som fremkommer. Etter verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum skal omstendigheten være «ny». Språklig sett tilsier det at faktoren ikke har foreligget tidligere. Tidsmessig må det ha vært en omstendighet som har inntruffet etter at prospektet ble godkjent, slik at perioden for tilleggsplikt har startet. Et viktig formål etter forarbeidene er investorbeskyttelse, og det taler for å ta med begivenheter som har fått en uventet utvikling i transaksjonsperioden. Man kan tenke seg et eksempel der en beholdning av laks har smitte i seg, og hvis hele bestanden ødelegges, blir det naturlig å offentliggjøre tilleggsprospekt. Andre eksempler kan være driftsuhell eller svakhet ved en oljeinstallasjon som ikke tidligere har vært oppdaget. Dette setter et skille mot forhold som burde vært tatt med i det opprinnelige prospektet.

I verdipapirhandelloven § 7-15 er ordlyden opplysninger «som fremkommer». Her er det naturlig å tolke lovens tekst som opplysninger som kommer til de ansvarliges bevissthet, slik som en ny omstendighet som kommer til utenfra. Hvis det gjelder en feil i det opprinnelige prospektet, er det som fremkommer at feilen avdekkes. Prospektdirektivet har uttrykkene oppstår eller oppdages der den norske loven bruker «fremkomme».<sup>61</sup> Direktivteksten «noted» må språklig sett referere til feil eller unøyaktigheter i det opprinnelige prospektet. «Arises» vil passe for nye faktorer som inntreffer, og som ikke eksisterte da prospektet ble utarbeidet. Det tilsier at det kan være en begrensning til begivenheter som ikke var kjent da prospektet ble laget. Samtidig kan «noted» også passe for nye omstendigheter. Betydelig kjøpsinteresse for den aktuelle transaksjonen kan foreligge før prospektet er godkjent. Likevel vil betydelig tegningsinteresse først «fremkomme» ved at tegningene kommer inn til tegningsstedet. I en slik forbindelse kan man si at tegningsinteresse er en omstendighet som viser seg i den aktuelle tidsperioden, og denne vil også oppfylle vilkåret «ny». Det er altså et vilkår i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum at faktoren må være ny, og det bidrar til å sikre et fullstendig prospekt fra begynnelsen av.

---

<sup>61</sup> Prospektdirektivet artikkel 16 nr. 1 første punktum «arises or is noted»

### 4.3.3 En «omstendighet» kan gi positiv virkning

Kan det være både positive og negative omstendigheter som utløser tilleggsprospekt etter verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum? Ordlyden «omstendighet» kan etter en språklig tolkning være et forhold som foreligger, eller det kan være noe som inntreffer og som utgjør begrensninger eller yter innflytelse. «Ny omstendighet» lest i sammenheng med trekkrettigheten i verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd taler for at det gjelder negative faktorer, slik som et driftsuhell.<sup>62</sup> Ordlyden «omstendighet» utelukker likevel ikke nye faktorer med positiv effekt. Et eksempel kan være at en annen aktør kommer med et gunstig bud på selskapets aksjer. En slik tolkning støttes av en uttalelse fra tilsynsorganet ESMA.<sup>63</sup> Det peker på at det er en individuell vurdering av hvilket utslag ny informasjon kan få. ESMA skriver at det heller ikke er noe som tyder på at et skille mellom positiv og negativ informasjon var tiltenkt av lovgiver.<sup>64</sup> En tolkning tilsier altså at både positive og negative faktorer kan utløse tilleggsprospekt.

### 4.3.4 Flere omstendigheter

Man kan spørre om flere omstendigheter skal behandles i ett tilleggsprospekt, hvis de hver for seg ansees som over terskelen for å offentliggjøre tilleggsprospekt. Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum bruker ordet «[e]nhver ny omstendighet» i entall. En språklig tolkning taler for at det skal utarbeides et tilleggsprospekt for hver omstendighet. Dette har bakgrunn i formålet investorbeskyttelse. Likevel taler effektivitetshensyn for at man samler flere omstendigheter som faller sammen tidsmessig. Det finnes eksempler fra privat praksis der flere faktorer er nevnt i samme tilleggsprospekt. Effektivitetshensyn får stor vekt her når de holdes opp mot en uklar lovtekst, slik at flere omstendigheter kan samles i ett tilleggsprospekt.

Man kan videre undersøke om det inntreffer plikt når flere små forhold til sammen overtrer terskelen. Hvorvidt dette anses å gi priseffekt må bero på en helhetlig vurdering, siden tilfellene vil være ulike. Et retts teknisk hensyn som kan forklare flere faktorer i ett tilleggsprospekt, er at utsteder tar med alle faktorer som har inntruffet, selv om noen av disse ikke selvstendig ville overstige terskelen for tilleggsprospekt.

Et ytterligere spørsmål er om utsteder kan vente med tilleggsprospekt hvis man skjønner at flere omstendigheter vil vise seg. En slik adgang til å vente kan ikke hjemles i verdipapirhandelloven § 7-15, som er en pliktregel. Selv om effektivitetshensyn kan tilsi utsettelse, vil tidlig informasjonsformidling gi bedre investorbeskyttelse. Her kan det være forskjeller mellom

---

<sup>62</sup> Verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd

<sup>63</sup> ESMA (2013) s. 9 punkt 21

<sup>64</sup> ESMA bruker uttrykket «the legislator»

børsnoterte selskaper, der det er løpende informasjonsplikt, og unoterte selskaper der hendelser ikke blir formidlet før prosessen med å utarbeide tilleggsprospekt starter. Ordlyden er ikke klar i retning av umiddelbar utarbeidelse av tilleggsprospekt, og får dermed redusert gjennomslagskraft. Effektivitetshensyn kan dermed slå gjennom slik at det kan samles flere omstendigheter i ett tilleggsprospekt. Et eksempel fra privat praksis kan illustrere dette. Transeuro Energy var notert på Oslo Axess og selskapet sendte tilleggsprospekt i 2011. Tilleggsprospektet samlet flere børsmeldinger fra selskapet etter at det hadde sendt ut det opprinnelige prospektet. I tilleggsprospektet skrev Transeuro at informasjonen ikke skulle anses som nye omstendigheter, materielle feil eller unøyaktigheter som kunne ha betydning for vurdering av aksjene. Tilleggsprospektet ble sendt ut «for the sake of good order». Endringene var en henvisning til rapportering for tredje kvartal og børsmelding om nytt styremedlem. Det var også rapport om produksjon og trykkmåling ved installasjonene, salg av felt, generalforsamling, ny finansdirektør, flytting av hovedkontor og tildeling av lisenser.<sup>65</sup> Det ser ikke ut til å være nevnt noen trekkrettighet i dette tilleggsprospektet.

I dette tillegget ble det tatt med mange forskjellige omstendigheter. Man kan spørre om alle disse omstendighetene hadde relevans, spesielt meldingen om et nytt styremedlem. Denne faktoren vil vanligvis ikke ha evnen til å påvirke prisen på verdipapirene, selv om det kan være tilfelle i spesielle situasjoner. Man kan for eksempel tenke seg at et kapitalfattig selskap får et nytt styremedlem som er kjent for å investere tungt i sine engasjement.

Flere av omstendighetene har sannsynligvis inntruffet på forskjellige tidspunkter. Det konkretiserer spørsmålet om det burde vært sendt flere tilleggsprospekt, noe som ville vært tilfelle dersom minst to omstendigheter på forskjellig dato hadde priseffekt. Eksempelet illustrerer også effektiviteten ved å utsette utarbeidelse av tilleggsprospekt når selskapet forventer flere omstendigheter, for eksempel at man venter på ansettelse av ny finansdirektør.

Höeg LNG sendte tilleggsprospekt før sin børsnotering i 2011. Det handlet om endrede betingelser i det tilbudet som var sendt ut i prospektet. Størrelsen på tilbudet ble skalert ned og tidsperioden for tegningen ble forlenget. Det ble videre meldt at selskapet ikke hadde tilstrekkelig arbeidskapital for sine forpliktelser ved bygging av skip, men at de så for seg muligheten til finansiering i fremtiden. Av andre hendelser meldte Höeg LNG at det var besluttet notering på Oslo Børs, at et tidligere annonsert aksjeutbytte var gjennomført og at selskapet var kommet langt i å bli foretrukket som leverandør til en LNG-produsent i Indonesia.<sup>66</sup> Det ble

---

<sup>65</sup> TSU 2011 Supplement prospectus 1 December 20. PDF fra internett 14. oktober 2014: <http://www.transeuroenergy.com/s/Prospectus.asp>

<sup>66</sup> Höeg LNG fra internett 15. oktober 2014: <http://www.hoeghlng.com/Investor/Documents/Supplemental%20Prospectus.pdf>



gitt en to dagers trekkrettighet. Man kan si at økte kostnader var en omstendighet, men det kan man også si om manglende finansiering. Det kan være et samvirke mellom flere av omstendighetene som gjør at de i alle fall samlet sett får en priseffekt. Tilleggsprospektet til Höeg LNG nevner at det er betalt utbytte, samtidig som finansiering mangler. Da blir effekten på verdivurderingen av selskapet spesielt sterk.

Man kan spørre om ordlyden «[e]nhver» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum utløser et krav til spesifisering av hvilken omstendighet som anses som utløsende når det nevnes flere faktorer i et tilleggsprospekt. Språklig sett vil det neppe ligge mer enn et krav om at alle slike omstendigheter må formidles. Ryddighet overfor investorene kunne tilsi at det klargjøres hva utsteders styre anser som utløsende omstendighet, men slike hensyn kan ikke få samme vekt som beskyttelseshensyn. Den utløsende omstendighet ble ikke skilt ut i tilleggene til Transeuro og Höeg LNG, der all informasjonen fra tegningsperioden ble tatt med i tilleggget. Dermed kan det ikke sies å være et krav til å spesifisere den utløsende omstendighet hvis det rapporteres om flere faktorer.

Tolkningsresultatet ved flere omstendigheter er et krav om fullstendighet på den måten at alle prisdrivende faktorer formidles ved tilleggsprospekt. Hvorvidt det er adgang til å samle flere omstendigheter av effektivitetshensyn må bero på en konkret vurdering der investorbeskyttelsen står sentralt.

#### 4.3.5 Er det krav til relevans og kjennskap?

Problemstillingen er om generelle omstendigheter utenfor selskapet kan utløse pliktig tilleggsprospekt etter verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. En språklig tolkning av ordlyden «omstendighet» taler for at alle faktorer er relevante. Reelle hensyn taler likevel for en innskrenkende tolkning slik at man holder generelle samfunnsforhold utenom begrepet «omstendighet». For eksempel kan oljeprisen ha store utslag, og det kan gi aksjepriseffekter i tegningsperioden. En generell lettelse i skatteprosenten for bedrifter vil ha tilsvarende virkning. Likevel vil reelle hensyn tilsi at man tolker inn et vilkår om relevans for det konkrete selskapet som holder på med en transaksjon. Det blir ikke rimelig om en skattelette skal utløse pliktig tilleggsprospekt med tilhørende trekkrettighet. Det ville være en kostnad for selskap, aksjonærer og markedet generelt som ikke står i samsvar med formålet «effektiv», jfr. verdipapirhandelloven § 1-1. Tilleggsprospekt om generelle betingelser i samfunnet vil ikke tjene til formålet investorbeskyttelse, ettersom slike rammebetingelser fremkommer gjennom andre kilder. En tolkning tilsier dermed at det er et relevanskrav for omstendighetene som kan utløse tilleggsprospekt.

Man kan spørre hvor strengt kjennskapskravet for utsteders styre er når det gjelder nye omstendigheter som kan medføre pliktig tillegg til prospekt etter verdipapirhandelloven § 7-15.

En ny omstendighet som utsteders styre ikke kjenner til, kan de etter rimelighetsbetraktninger ikke bli tillagt ansvar for. Det kan likevel være forhold som styret kunne blitt bevisst hvis det var en forsvarlig organisering. Eksempelvis kan det være forhold som bare tilrettelegger får informasjon om, men et styre kan neppe komme unna ansvar ved å hevde at de ikke kjenner til forholdet. I et slikt tilfelle ville forsvarlig organisering tilsi at tilrettelegger informerte styret. Det kan også være driftsrelaterte faktorer som oppdages lenger nede i organisasjonen, og som ledelsen ikke har oversikt over. Likevel må reelle hensyn tilsi at styret må ha ansvaret for en forsvarlig organisering slik at det får relevant informasjon i tegningsperioden. Dersom det inntrer en omstendighet som ikke oppdages, taler reelle hensyn for at man ikke kan pålegge styret ansvar for utelatt tilleggsprospekt. For eksempel har det inntruffet et dataangrep som vil lamme driften på et bestemt tidspunkt i fremtiden, men forholdet er ikke oppdaget. I en strafferettslig sammenheng er kravene til relevans og kjennskap til fordel for en tiltalt, slik at de går klar av legalitetsprinsippet, jfr. Grunnloven § 96. Det er altså et vilkår for pliktig tilleggsprospekt at omstendigheten er relevant og kjent for utsteders styre.

#### **4.4 Alternative vilkår: «vesentlig feil eller unøyaktighet»**

Problemstillingen er hvilke fenomener som omfattes av de alternative vilkårene for tilleggsplikt. Som alternativ til «omstendighet» kan inngangsvilkåret i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum være oppfylt ved «vesentlig feil eller unøyaktighet». En tekstbasert tolkning tilsier at der prospektet har en beskrivelse som på en betydelig måte avviker fra virkeligheten, må det sendes tilleggsprospekt. «Vesentlig» er etter en naturlig språklig forståelse en skjønnsmessig betegnelse, og den angir en høy terskel. Eksempelvis vil feil ved oppgitte regnskaper lett vil bli ansett som vesentlige. Norsk lovgiver har valgt ordlyden «vesentlig», og den kan tolkes med bakgrunn i prospektdirektivets tekst «material» på engelsk eller «substansielle» på fransk. På engelsk kan begrepet oppfattes enten som at feilen skal referere til innholdet, eller at feilen må være betydelig. En naturlig språklig tolkning av den franske oversettelsen er at den refererer til alle feil, mens unøyaktighetene skal være betydelige. Språklig sett kan den franske teksten også oppfattes som en angivelse av alle betydelige feil eller utelukkelse. Den tyske direktivteksten har plassert «wesentliche» før ordet feil, og det er et meningsinnhold som tilsier at feilen må være betydelig. Den svenske lovteksten benytter uttrykket «saksfel»<sup>67</sup>, noe som angir typen feil heller enn feilens utslag. Svensk lovtekst er en rettskilde som får liten eller ingen gjennomslagskraft ved klarlegging av den norske regelen.

Ordlyden «feil» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum refererer til et avvik mellom resultat og tilsiktet mål. Det er naturlig å spørre hva som er årsaken til avviket, og hvem som har ansvaret for dette. Disse spørsmålene har imidlertid ikke noen betydning i vurderingen,

---

<sup>67</sup> Svensk lag om handel med finansielle instrument § 34 første ledd, se vedlegg

ettersom ordlyden «feil» er nøytral. Den fanger opp både uaktsomhet og forsettlig feil, slik at plikten til å sende tillegg til prospekt kan kalles objektiv. Det kan ikke anføres noen subjektiv unnskyldningsgrunn som fritar for plikten. For eksempel kan man tenke seg at en offentlig instans har utarbeidet en prognose som er referert i prospektet. Dersom det er feil med denne, kan ikke utsteder vinne frem med et argument om at det ikke kan regnes som en feil ettersom det var andre som hadde ansvar for opplysningens riktighet i første omgang.

Et generelt tolkningsprinsipp i EU-retten er at der det finnes en av flere mulige tolkninger som på en effektiv måte sikrer formålet med regelen, skal denne velges.<sup>68</sup> Et av formålene med regelen er å gjøre investorene i stand til å gjøre informerte vurderinger med tanke på de finansielle utsiktene til utsteder.<sup>69</sup> Det kan tale for at begge typer feil, både innholdsmessige og betydelige, skal lede til at det sendes tilleggsprospekt.<sup>70</sup> Hensyn til effektivitet tilsier også at det ikke sendes ut tilleggsprospekt om alle feil som oppdages. For eksempel vil feil i prospektet ved henvisninger eller sidetall være avvik som er uønskede, men det er neppe nok til at det rettferdiggjør prosessen med tilleggsprospekt.

Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum har ordlyden «vesentlig feil eller unøyaktighet». Det kan reises tvil om «vesentlig» viser til «unøyaktighet». En naturlig språklig forståelse kan lede til begge resultater. Man kan lese loven i sammenheng og peke på at mindre unøyaktigheter ikke vil oppfylle kravet til priseffekt i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. For eksempel kan en feil avrunding være utslag av unøyaktighet, men det vil ikke rettferdiggjøre bruk av ressurser til å lage tilleggsprospekt. Slike hensyn vil ha stor gjennomslagskraft når man skal velge mellom to alternative forståelser av ordlyden. Dermed ser det ut til at loven må leses som om det var vilkår om en «vesentlig unøyaktighet».

Det finnes avgjørelser i forvaltningen som kan belyse hva som regnes som «feil eller unøyaktighet» i et prospekt, selv om det ikke er avgjørelser som knytter seg direkte til verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. Forvaltningspraksis er en rettskilde som vil ha stor vekt for private rettsanvendere og forvaltningen selv, men den vil neppe få stor vekt ved en behandling i Høyesterett.<sup>71</sup>

For eksempel sendte Finanstilsynet som prospektmyndighet et offentlig brev til Sevan Drilling ASA. Det omhandlet uriktige opplysninger i et prospekt. I forbindelse med prospektkon-

---

<sup>68</sup> ECJ Sturgeon / «effet utile»

<sup>69</sup> Fra internett 9. mars 2015: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-316.pdf> punkt IV 23

<sup>70</sup> «material» i prospektdirektivet artikkel 16 nr. 1

<sup>71</sup> Sml. Boe (2012) s. 265

trollen spurte Finanstilsynet om vilkårene for selskapets lån. Selskapet viste seg å bryte lånevilkårene, noe som gjorde at rentebærende gjeld måtte anses som kortsiktig. Sevan Drilling benektet at det var tilfelle. Som reaksjon ble det aktuelt med overtredelsesgebyr. Selskapet anførte at det ikke var priseffekt mellom feilen og investorenes verdivurdering, noe Finanstilsynet var enig i. Imidlertid uttalte Finanstilsynet at regnskapsmessig klassifisering av gjeld «etter sin art» er av betydning for investors vurdering. Dermed ble anførselen om manglende priseffekt avvist, og Finanstilsynet uttrykte kritikk for mangelfulle opplysninger i prospektet.<sup>72</sup> Samlet sett ser det ut til at man må tolke inn en høy terskel for hvilke feil og unøyaktigheter i prospektet som utløser tilleggsprospekt.

#### **4.5 Må opplysningene være omhandlet i det opprinnelige prospektet?**

Spørsmålet er først om det må foreligge et opprinnelig prospekt før det kan bli aktuelt med tilleggsprospekt. Referansen til «prospektet» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum viser at det er vilkår om at det må være utarbeidet et opprinnelig prospekt. Det neste spørsmålet er om den nye informasjonen må relatere seg til informasjon som allerede har vært omtalt i originalprospektet. Den norske ordlyden ser ikke ut til å ha et slikt uttrykkelig krav. Setningen i prospektdirektivet artikkel 16 første ledd første punktum har ordene «new factor, material mistake or inaccuracy relating to the information included in the prospectus». Dette kan syntaktisk tolkes på flere måter. Hvis man tolker ordlyden snevert, kan man oppfatte at referansen til prospektet bare gjelder «inaccuracy», men også «mistake» vil referere til informasjon i det opprinnelige prospektet. Dermed må ordlyden tolkes som at «information included in the prospectus» viser til både «material mistake» og «inaccuracy», men for en «new factor» tilsier rimelighetsbetraktninger at det er mindre naturlig å kreve en referanse til det opprinnelige prospektet. På tysk er teksten «die im Prospekt enthaltenen Angaben», noe som språklig sett begrenser vilkåret til prospektets tema. I Sverige er lovteksten «som omfattas av ett prospekt»,<sup>73</sup> noe som språklig sett er en uttrykkelig betingelse at det må nevnes i et prospekt, men den svenske lovteksten er en rettskilde med svært begrenset vekt ettersom den ikke er basert på normerende kompetanse for norsk rett. Det er etter direktivets tekst bare avvik fra det opprinnelige prospektet som utløser tillegg, og ikke andre typer avvik. Sammenheng i reguleringen tilsier at avvik også fra et godkjent tilleggsprospekt blir relevant for et nytt tilleggsprospekt. Tolkningsresultatet blir da at det bare er vesentlige feil og unøyaktigheter relatert til prospektet som er relevante for plikten til å sende tilleggsprospekt. En ny omstendighet behøver etter dette ikke å referere til opplysninger i originalprospektet.

---

<sup>72</sup> Finanstilsynets nettsider fra internett 2. oktober 2014: <http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2012/Uriktige-opplysninger-i-prospekt/>

<sup>73</sup> Svensk lag om handel med finansielle instrument § 34 første ledd, se vedlegg

#### 4.6 Lovens sammenheng taler for unntak for enkelte opplysninger

Man kan spørre om det er finnes unntak som gjør at visse typer informasjon likevel ikke utløser plikt til å utarbeide og offentliggjøre tilleggsprospekt. Verdipapirhandelloven § 7-16 første ledd har ordlyden «[p]rospektmyndigheten kan», noe som etter en naturlig språklig tolkning gir en slik rettslig kompetanse til forvaltningen hvis et av de tre vilkårene i nr. 1 til 3 er oppfylt. Ordlyden «utelates i et prospekt» må språklig sett tolkes slik at det ikke inkluderer tillegg, mens lovens sammenheng taler for at tillegg inkluderes. Siden tillegget kan sies å være en del av prospektet når det er godkjent, får lovens sammenheng stor vekt. Bestemmelsen er plassert rett etter § 7-15 om tillegg til prospekt, mens plasseringen i prospektdirektivet artikkel 8 andre ledd er tidligere enn regelen om tillegg i artikkel 16. En slik analogisk anvendelse av regelsettet for opprinnelige prospekt på tilleggsprospekt kan rettferdiggjøres ettersom det er store likheter i formål ved et tilleggsprospekt som et opprinnelig prospekt. Det er også retts tekniske hensyn som ligger bak at man ikke gjentar alle regler for informasjonsbehandling. Tolkingsresultatet må da bli at den rettslige kompetanse til å tillate utelatelse av noen typer informasjon også gjelder for tillegg til prospekt.

Hvorvidt den fakultative kompetansen skal utøves, beror på et forvaltningsskjønn. Det er normert av politiske og faglige retningslinjer uten rettslig karakter. Det som er det rettslige spørsmålet, er hvorvidt et av de fire lovbestemte vilkårene er oppfylt. Prinsippet om investorbeskyttelse står sentralt i reguleringen, og det er en hovedregel som skal tolkes på en vidtfavnende måte etter metoden til EU-domstolen.<sup>74</sup> Når det er unntak fra slike hovedregler, tolkes unntakene snevert eller innskrenkende.<sup>75</sup> Adgangen til å tillate enkelte opplysninger tilbakeholdt fra tilleggsprospekt er et slikt unntak som skal tolkes snevert.

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-16 første ledd nr. 1 åpner for tilbakeholdelse hvis offentliggjøring er i strid med «almene hensyn». Dette er en vid skjønnsmessig angivelse, som etter en naturlig tolkning i alle fall vil omfatte hensyn til rikets sikkerhet. For eksempel kan man tenke seg et selskap som har oppdrag for forsvaret, og at det er oppdaget feil ved tidligere leveranser, men offentliggjøring kan skade rikets sikkerhet. Da vil det være naturlig at prospektmyndigheten gir tillatelse til ikke å sende tilleggsprospekt om feilen. På den annen side er ordlyden i kompetansebestemmelsen «tillate at enkelte opplysninger utelates». Ordet «enkelte» kan tale for at tilleggsprospektet kan inkludere opplysninger som ikke har det aktuelle skadepotensialet. I eksempelet om feil ved forsvarsleveranser kan kanskje betydningen for selskapets resultat tas inn i et tilleggsprospekt uten at forholdet ved den aktuelle kunden blir

---

<sup>74</sup> ECJ JIA

<sup>75</sup> ECJ Infopaq

offentliggjort. Siden unntaket skal tolkes snevert, kan man kan man ikke holde tilbake mer enn det som er påkrevd for å beskytte de nasjonale interessene.

Der EU-retten gjør unntak fra unntak tolkes det igjen vidt.<sup>76</sup> For eksempel kan man tenke seg at rikets sikkerhet taler for ikke å offentliggjøre tilleggsprospekt, men at det samtidig er et tilfelle av maktmisbruk. Det kan være at myndighetene har nasjonalisert et oljefelt, men prospektmyndigheten tillater at det ikke offentliggjøres fordi det vil skade rikets sikkerhet. Anta at selskapet samtidig har påberopt seg at nasjonaliseringen er maktmisbruk. Da må det igjen legges an en bred forståelse når man vurderer om det foreligger forvaltningsmessig kompetanse til å holde opplysningene tilbake fra et tilleggsprospekt.

Man kan spørre hva som er innholdet i det alternative vilkåret i verdipapirhandelloven § 7-16 første ledd nr. 2. Ordlyden «utstederen blir alvorlig skadelidende, forutsatt at utelatelsen ikke kunne virke villedende på offentligheten med hensyn til forhold som er av vesentlig betydning for vurderingen». En naturlig språklig tolkning er opplysninger som er av en ikke-finansiell type, men det er ellers en ordlyd som ikke er lett å tillegge mening. Alternativet er et unntak som skal tolkes snevert.

Det alternative vilkåret i verdipapirhandelloven § 7-16 første ledd nr. 4 har ordlyden «dersom informasjonen ikke er relevant på bakgrunn av utstederens virksomhet eller juridiske form, eller de aktuelle verdipapirene». Denne ordlyden må språklig tolkes som at det som etter sin art ikke kan gi priseffekt, kan utelates fra tilleggsprospekt. Samtidig tyder ordlyden på at det gjelder informasjon med generell relevans for selskapets sfære, til forskjell fra generelle betingelser i samfunnet, for eksempel endringer i avskrivningsreglene. Avgjørelsen må bero på en skjønnsmessig vurdering av hva som av sin natur eller erfaringsmessig kan gi priseffekt. Et eksempel kan være et terrorangrep på et anlegg der selskapet bare har en ubetydelig økonomisk interesse. Et annet eksempel kan være at transaksjonen gjelder aksjer, og så kommer det en endring i omsetningsordningen for gjeldspapirene. Også dette alternativet er et unntak fra informasjonsplikten ved tilleggsprospekt, og slike unntak skal tolkes snevert etter alminnelige EU-rettslige prinsipper.

Etter verdipapirhandelloven § 7-16 første ledd nr. 3 kan også opplysninger som har «liten betydning og ikke kan innvirke på vurderingen av utstederens, tilbyderens og eventuelle garantisters økonomiske stilling og utsikter» utelates fra prospektet. Denne ordlyden kan tolkes slik at det foreligger kompetanse for prospektmyndigheten til å gi tillatelse til å utelate informasjon som er mindre viktig. Bestemmelsen kan leses i sammenheng med spørsmålet om

---

<sup>76</sup> ECJ Victoria Film

terskel for når det skal sendes tillegg etter § 7-15 første punktum. Når slike betydningsløse opplysninger etter § 7-16 første ledd nr. 3 kan utelates fra et originalt prospekt, er det et argument for å tolke inn en terskel allerede ved ordlyden «Enhver ny omstendighet» i § 7-15 første punktum.

Det er altså lovhjemlet kompetanse for prospektmyndigheten til å tillate at skadelig eller ubetydelig informasjon utelates fra tilleggsprospekt, men dette er unntak som tolkes snevert. Hvorvidt denne kompetanse skal utøves, beror på et forvaltningsskjønn.

#### 4.7 Er det krav til en terskel for ny informasjon?

Man kan spørre om det må tolkes inn en skjønnsmessig terskel for ny informasjon i inngangsvilkåret for tilleggsprospekt. Når man sammenligner lovtekst og direktiv, finner man at «vesentlig»-terskelen er plassert på forskjellige måter i tekstene. Verdipapirhandelloven § 7-15 begynner med ordene «[e]nhver ny omstendighet[...]». Ved å lese dette med alminnelig språkbruk kan man slutte at alle omstendigheter omfattes, liten som stor. Det er altså ikke noen terskel i første del av den norske ordlyden.

Reelle hensyn taler likevel for at det tolkes inn en slik terskel. Det er typisk store selskaper som børsnoteres, og man kan alltid si at det er omstendigheter som inntreffer. Formålet bak regelen om tillegg til prospekt er hovedsakelig investorbeskyttelse, og effektivitet tilsier at ikke alle omstendigheter rapporteres ukritisk. Fra lovens sammenheng følger det at ubetydelig informasjon kan utelates fra et prospekt, noe som er et argument for å tolke inn en terskel, se punkt 4.6 ovenfor.<sup>77</sup>

Direktivets tekst i artikkel 16 er på engelsk «Every significant new factor[...]», og dermed er det en terskel i første del.<sup>78</sup> Det er et krav at faktoren må være «significant», noe som etter en språklig tolkning legger en skjønnsmessig terskel. Den franske versjonen har «significatif», mens den tyske teksten har «wichtige». En autonom og enhetlig forståelse av terskelen blir da at den er høy.

I Tyskland er det tatt inn to terskelverdier i lovteksten «Jeder *wichtige* neue Umstand oder jede *wesentliche* Unrichtigkeit [...]».<sup>79</sup> Den danske loven har én terskel: «Enhver *væsentlig* ny omstændighed, materiel fejl eller ukorrekthed », der det er et vesentlighetskrav plassert foran

---

<sup>77</sup> Verdipapirhandelloven § 7-16 første ledd nr. 3 og 4

<sup>78</sup> Directive 2010/73/EU artikkel 16 første ledd, amending Directive 2003/71/EU Article 16

<sup>79</sup> Wertpapierprospektgesetz Abschnitt 3 - Billigung und Veröffentlichung des Prospekts (§§ 13 - 16) Gliederung. § 16 Nachtrag zum Prospekt; Widerrufsrecht des Anlegers. (1) første punktum. Fra internett 13. januar 2015: <http://dejure.org/gesetze/WpPG/16.html> . Min utheving.

omstendighet, men ikke direkte foran feil.<sup>80</sup> Svensk lov lyder «Varje ny omständighet, sakfel eller förbiseende[...]» og er uten terskel.<sup>81</sup> Dette er argumenter som får liten vekt ettersom kompetansen ikke omfatter norsk jurisdiksjon.

Regelen om tilleggsprospekt må leses sammen med kravene til innholdet i et prospekt.<sup>82</sup> ESMA har nylig pekt på at det er sterk korrelasjon med prospektdirektivet artikkel 5 første ledd, mens andre har argumentert for at det er en lavere terskel siden ordlyden er «[...]necessary to enable investors to make an informed assessment[...]».<sup>83</sup>

I en tidligere uttalelse pekte ESMA på at det ikke er gitt noen definisjon av «betydelig» i direktivet, og derfor tolket ESMA begrepet.<sup>84</sup> ESMA utformet en test der man undersøker om informasjonen ville blitt inkludert i det opprinnelige prospektet. I så fall skal det i følge ESMA sendes ut tilleggsprospekt.<sup>86</sup>

Reelle hensyn sammen med direktivets tekst vil fremstå som rettskilder med betydelig vekt, og må i denne sammenheng slå gjennom i forhold til lovteksten. Dermed blir resultatet en innskrenkende tolkning av lovteksten, slik at det tolkes inn en skjønnsmessig terskel for at en omstendighet utløser plikt til å offentliggjøre tilleggsprospekt. Siden prospektreglene er sanksjonert med straff, bør en tolkning som avviker fra ordlyden undersøkes nærmere. Når man tolker inn en høyere terskel for når det skal sendes tilleggsprospekt, vil det ikke være til skade for de som eventuelt skal straffes. Dermed går tolkningen klar av legalitetsprinsippet på strafferettens område, jfr. Grunnloven § 96.

En høyere terskel for plikt til å offentliggjøre tilleggsprospekt leder til at det blir færre tilfeller der tegnere er beskyttet av trekkrettigheten. Dette er til en viss grad i strid med formålet investorbeskyttelse, og taler mot å tolke inn en slik høyere terskel for når det skal sendes tilleggsprospekt. På samme tid vil en avgrensning mot ubetydelig informasjon beskytte investorene mot støy som ellers må filtreres bort, og som har en viss kostnad for investorene.

---

<sup>80</sup> Stor prospektbekendtgørelse § 27 første ledd fra internett 14. mars 2015: <https://www.retsinformation.dk/Forms/R0710.aspx?id=142384>, se vedlegg. Min uthevning.

<sup>81</sup> Svensk lag om handel med finansielle instrument § 34 første ledd, se vedlegg

<sup>82</sup> Prospektdirektivet artikkel 16 første ledd, jfr. artikkel 5 første ledd

<sup>83</sup> Argumenter som er gjengitt i ESMA (2013) punkt 26 på side 9

<sup>84</sup> Fra internett 9. mars 2015: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-316.pdf> punkt IV 22

<sup>85</sup> Fra internett 9. mars 2015: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-316.pdf> punkt IV 24

<sup>86</sup> Fra internett 9. mars 2015: <http://www.esma.europa.eu/consultation/Consultation-RTS-specific-situations-require-publication-supplement-prospectus>



Man kan også anføre at terskelen for ny informasjon ikke står sentralt siden det er et vilkår for tilleggsprospekt at det kan være en priseffekt. Ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 er «[e]nhver ny omstendighet[...] som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene». En naturlig måte å lese denne teksten er at det kommer inn en terskel kommer ved at det må være en betydning for verdsettelsen. På den annen side kan man spørre hva som er beveggrunnen bak de uttrykkelige tersklene for ny informasjon som er tatt inn i prospektdirektivets forskjellige oversettelser. Oppgaven avgrenses mot en drøftelse av statlig erstatningsansvar for feil gjennomføring av prospektdirektivet artikkel 16 første ledd, fordi det ikke ser ut til å være den nødvendige direkte årsakssammenheng med tap for investorene.<sup>87</sup> Det ser altså ut til at man må tolke inn en viss terskel av vesentlighet for den nye informasjonen som kan utløse tilleggsprospekt, selv om det ikke følger av ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum.

#### 4.8 Priseffekt som vilkår

Man kan spørre hva som er det rettslige innholdet i kravet om at ny informasjon må ha en priseffekt for at det skal bli plikt til å sende tilleggsprospekt. Ordlyden «[...]som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene[...]» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum kan språklig sett tolkes som et vilkår om priseffekt eller årsakssammenheng. For å markere et skille til drøftelsen av årsakssammenheng ved erstatning brukes uttrykket *priseffekt* i denne oppgaven. Priseffekt refererer til at en faktor anses som grunn til utslag i verdivurderingen. For eksempel vil en havneavgift ikke få betydning for verdsettelsen, mens en bot etter et oljeutslipp kan få en slik betydning at priseffekten er oppfylt. Når man krever priseffekt, siler man bort tilfeller der det ikke er behov for investorbeskyttelse. På bakgrunn av det lovbestemte formålet effektivitet må man tolke bestemmelsen slik at kravet til priseffekt refererer seg til både «omstendighet», «feil» og «unøyaktighet» i verdipapirhandelloven § 7-15.<sup>88</sup>

Hvorvidt det finnes en priseffekt, beror på en skjønnsmessig vurdering hos den som anvender regelen. Utgangspunktet i norsk erstatningsrett er betingelsesteorien, noe som følger av fast rettspraksis. Regelen er at enhver nødvendig betingelse anses som årsak. For regelen om tillegg til prospekt kan man tenke seg «omstendigheten» borte, og spørre om det ville blitt en tilsvarende virkning på vurderingen av verdipapirene.<sup>89</sup> Hvis det ikke ville blitt en slik virkning, anses ikke «omstendigheten» som en betingelse for priseffekten.

---

<sup>87</sup> Jfr. EØS-loven § 1, Rt. 2005 s. 1365 Finanger II og Rt. 2012 s. 1793 avsnitt 39

<sup>88</sup> Verdipapirhandelloven § 1-1

<sup>89</sup> Lødrup (2005) s. 255, jfr. Andenæs (2004) s. 127

I ordlyden «som kan få betydning for» er det et krav om adekvans i priseffekten på den måten at det må være en nær og påregnelig priseffekt. Omstendigheten må ha en generell skadeevne, og risikoen må ha materialisert seg på en normal måte.<sup>90</sup> Man kan lure på om uhellet med en ukes tid uten drift for et fiskefartøy hadde virkning på vurderingen på selskapet Aker Bio Marine ASA da det ble sendt et tilleggsprospekt om uhellet.<sup>91</sup> Vilåret om priseffekt var oppfylt, selv om det kan reises spørsmål ved om uhellet hadde en slik virkning på prisingen at vilåret om adekvat priseffekt var oppfylt. På den annen side kan en historie med driftsuhell si noe om selskapets rutiner og vedlikehold, noe som igjen kan ha virkning på prisingen.

Prospektdirektivet i engelsk versjon har krav til priseffekt ved teksten «[...]is capable of affecting[...]», der det er et lavt krav til priseffekt.<sup>92</sup> Det kan leses som et krav til hypotetisk priseffekt. Den franske versjonen «[...]est de nature[...]» peker mer i retning av å være ansvarlig for virkningen, slik at det er krav til en faktisk påvirkning.

På tysk brukes begrepet «[...]beeinflussen könnten[...]» i prospektdirektivet. Det er grammatisk sett en konjunktiv modus som har betegnelsen *Möglichkeitsform*. Denne termen er gjenstand for lingvistisk debatt i Tyskland, der noen mener at det er en antikvert språkform. Andre mener at det er en indikasjon om fremtiden uttrykt i nåtiden, eventuelt en betinget form.<sup>93</sup> Denne nyansen er ikke lett å uttrykke i de andre språkene. Det blir en hypotetisk situasjon, samtidig som den kan inntreffe.

I Tyskland har lovgiver benyttet den konjunktive formen når det er tale om priseffekten med teksten «[...]beeinflussen könnten[...]», på samme måte som i den tyske versjonen av prospektdirektivet.<sup>94</sup> Finsk lovgiver krever priseffekt med betydning for investorene.<sup>95</sup> Dette er imidlertid rettskilder med liten gjennomslagskraft, siden det ikke er noen autoritetsvirkning fra utenlandsk lovgiver til norsk rett.

Det som er kalt læren om hovedårsak ser priseffekt som en logisk påvirkning fra en hendelse som impliserer virkning. Man prøver da å skille ut de viktigste årsakene til virkningen. En hypotetisk priseffekt vil foreligge der man konstaterer at en faktor generelt sett har evnen til å

---

<sup>90</sup> Lødrup (2005) s. 289, jfr. Andenæs (2004) s. 132

<sup>91</sup> Se <http://www.akerbiomarine.com/news.cfm?path=169&id=3-1374>. Fra internett 4. mars 2015

<sup>92</sup> «capable of affecting assessment» i prospektdirektivet artikkel 16 nr. 1 første ledd første punktum

<sup>93</sup> Kondisjonalis på norsk, det samme kalles «subjunctive» på engelsk

<sup>94</sup> Wertpapierprospektgesetz Abschnitt 3 - Billigung und Veröffentlichung des Prospekts (§§ 13 - 16) Gliederung. § 16 Nachtrag zum Prospekt; Widerrufsrecht des Anlegers. (1) første punktum. Fra internett 13. januar 2015: <http://dejure.org/gesetze/WpPG/16.html>

<sup>95</sup> Värdepappersmarknadslag § 14 første ledd. Fra internett 13. mars 2015: <http://www.finlex.fi/sv/laki/ajantasa/2012/20120746#L4>

forårsake en hendelse. Da er det ikke noen årsakssannsynlighet ex post, bare en påstand om at det ex ante er en viss virkningssannsynlighet for at hendelsen kan inntreffe.<sup>96</sup>

Når styret skal vurdere om det skal sendes tilleggsprospekt, må det gjøre et subjektivt anslag av den mulige priseffekten. Det kan likevel komme en konstaterbar effekt i markedet dersom det sendes en børsmelding om den nye faktoren, og det er mulig å isolere virkningen på markedsprisen på verdipapirene fra meldingen. Hvis det senere skal tas stilling til om det skal sendes ut tilleggsprospekt, kan man benytte markedets reaksjon som indikasjon på priseffekt. Det er viktig å være oppmerksom på at det er mange feilkilder når man skal isolere virkningen av ny informasjon i verdipapirmarkedet.

En autonom og enhetlig forståelse av de forskjellige oversettelsene av prospektdirektivet kan være at det er krav til en priseffekt som i alle fall har potensiale for å påvirke. Alternativt kan det være krav til en faktisk påvirkning med lav terskel. Det kan se ut til å være en viss forskjell i terskel etter hvilken oversettelse man legger til grunn.

Når man skal anslå virkningen på verddivurderingen, må det foretas en skjønnsmessig vurdering. Her er det en terskel som man må over for at vilkåret er oppfylt. Hvorvidt terskelen er overtrådt, må da bero på en samlet vurdering. Etter EU-domstolens metode skal det legges stor vekt på bestemmelsens kontekst og formål. Man må da ta inn over seg at det er en transaksjon som foregår, og at det er en uvanlig interesse for selskapet. Samtidig er det en periode der hensynene til beskyttelse av investor står sentralt. Dette taler for et lavt krav til priseffekt mellom omstendigheten som inntreffer og mulig virkning på verdipapirene, noe som ser ut til å være i tråd med den norske ordlyden.<sup>97</sup>

Man kan spørre om det er samme krav til priseffekt ved de alternative inngangsvilkårene. I verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum er kravet «[...]som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene[...]» plassert rett etter «[...]vesentlig feil eller unøyaktighet[...]». En naturlig språklig forståelse av denne sammenstillingen er at kravet til priseffekt gjelder begge alternativene. Konsekvensbetraktninger tilsier at markedets reaksjon på nye omstendigheter og oppdagede feil i prospektet vil være forskjellig. Dersom det er feil i prospektet som oppfattes som et rent dokumentasjonsproblem, skal det mye til for at markedet oppfatter at det blir virkninger på aksjeprisen. Noen feil har en art eller størrelse som svekker tilliten til ledelsen. Da kan det lettere bli priseffekt mellom oppdaget feil i prospektet og aksjekursen. Samlet sett

---

<sup>96</sup> Rt. 1992 s. 64 P-pille dom II.

<sup>97</sup> Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum

er det et vilkår at den nye informasjonen kan ha en priseffekt. Terskelen for en slik effekt er lav for å beskytte investorene.

#### **4.9 Helhetlig vurdering av om det er ny informasjon med priseffekt**

Problemstillingen er hvilke momenter som står sentralt i en samlet vurdering av om det er ny informasjon med priseffekt slik at det må sendes tilleggsprospekt etter verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. Det er ikke en uttømmende oppregning av retningslinjer, noe som fremgår av ordene «blant annet» i begynnelsen av verdipapirhandelloven § 7-13 første ledd første punktum andre komma. Dette åpner for at det kan være flere forhold som tjener som retningslinjer. Det som skal vurderes er hvilke opplysninger som leder til tilleggsprospekt fordi investorenes vurdering påvirkes.

##### **4.9.1 Momenter fra reguleringens formål**

Spørsmålet er hva reguleringens formål betyr for vurderingen av om det er informasjon som har priseffekt. Regelen om tilleggsprospekt har hovedsakelig til formål å sørge for at investorene får informasjon i tegningsperioden.<sup>98</sup> Dette tilsier en lav terskel for hva som anses som å utløse tilleggsplikt. Formålet investorbeskyttelse kan også tale for å begrense bruken av tilleggsprospekt til de tema som er tatt opp i selve prospektet. Det er disse tema som spesielt ligger bak investeringsbeslutningen, og som vil forventes korrigert ved et tilleggsprospekt, mens annen informasjon vil bli tilgjengelig som ordinære børsmeldinger.

Forarbeidene til verdipapirhandelloven uttaler at formålet med prospektdirektivet er å «harmonisere kravene til utarbeidelse, godkjenning og annonsering av prospekt [...] Dette antas å fremme markedets effektivitet og bidra til at kostnadene ved å innhente kapital reduseres».<sup>99</sup> En rettslig regulering som reduserer transaksjonskostnadene er i tråd med en mer effektiv ressursbruk.<sup>100</sup>

For å bringe klarhet i formålet kan det være grunn til å undersøke historien som har ledet opp til dagens regel om tilleggsprospekt. I 2001 kom forslaget til prospektdirektiv<sup>101</sup> og da uttalte<sup>102</sup> EU-kommisjonen at artikkelen om tilleggsprospekt skulle videreføre regler som fantes i børsreglene<sup>103</sup> og i direktivene om offentlige tilbud. Grunnen for å gi regler om tilleggsprospekt var å ivareta konsistens i reglene. Det skulle gjøres ved at de samme regler gjelder for

---

<sup>98</sup> Ot.prp.nr. 69 (2004-2005) s. 8

<sup>99</sup> Ot.prp.nr. 69 (2004-2005) s. 8

<sup>100</sup> Eide/Stavang (2008) s. 143

<sup>101</sup> 2001/0117 (COD)

<sup>102</sup> EU-kommisjonens «Explanatory Memorandum»

<sup>103</sup> «[T]he listing particulars»

tillegget som for det opprinnelige prospektet. I 2002 gav EU et nytt prospektdirektiv for å fremme fart og smidighet ved harmonisering av prospektreglene. Kommentarene gjorde det klart at reglene om prospekt ble videreført med samme innhold som i det opprinnelige prospektdirektivet.

Det første prospektdirektivet<sup>104</sup> fra 2001 hadde samme overskrift i artikkelen om tilleggsprospekt, men teksten i artikkelen har blitt mer omfattende i senere reguleringer. Den nyeste bestemmelsen har et større innslag av investorbeskyttelse.<sup>105</sup> At målet var økt beskyttelse fremgår av overskriftene til pressemeldingen<sup>106</sup> ved lansering av forslag til nytt prospektdirektiv. I en kommentar fra EU-parlamentet og EU-rådet er formålet bak regelen om tillegg til prospekt at investorene bør ta stilling til nye opplysninger på en ordentlig måte<sup>107</sup>, og at det derfor er nødvendig å sende tilleggsprospekt.<sup>108</sup> Formålet gir dermed anvisning på en lav terskel for når det skal sendes tilleggsprospekt, og det er på bakgrunn av en stadig sterkere investorbeskyttelse gjennom europeisk harmonisering.

#### 4.9.2 Betydningen av kravene til opplysninger i et prospekt

Man kan spørre hva kravene til opplysninger i et opprinnelig prospekt betyr for vurderingen av om ny informasjon har priseffekt, jfr. verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. I verdipapirhandelloven § 7-13 første ledd første punktum angis hvilke opplysninger som «er nødvendige» i et opprinnelig prospekt. En naturlig språklig tolkning av lovens ordlyd er at det er gitt retningslinjer for hva som skal være med i et prospekt.<sup>109</sup> Retningslinjer er normer som ikke avgjør det rettslige spørsmålet direkte, men som gir anvisning på hvordan man skal gå frem ved tolkningen.

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-13 første ledd er «nødvendige for at investorene skal kunne foreta en velfundert vurdering av utsteders [...] økonomiske stilling og utsikter».<sup>110</sup>

---

<sup>104</sup> Jfr. EU-direktiv 2001/0117 (COD) Artikkel 16

<sup>105</sup> Fra internett 27. februar 2015: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2003:125E:0021:0057:EN:PDF> side 27 EU-rådets kommentarer til artikkel 16

<sup>106</sup> Press release: IP/09/1351 Brussels, 24 September 2009 Commission cuts red tape and improves investor protection on securities prospectuses (see MEMO/09/412). Fra internett 27. september 2014: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/09/1351&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en> side 1

<sup>107</sup> «[P]roperly»

<sup>108</sup> Common Position (EC) No 25/2003. Fra internett 16. januar 2015: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2003:125E:0021:0057:EN:PDF> side 23 punkt (32)

<sup>109</sup> Myklebust (2011) s. 297

<sup>110</sup> Verdipapirhandelloven § 7-13 første ledd første punktum

Språklig sett kan dette tolkes som et krav til relevant informasjon for å gjøre seg opp en forsvarlig beslutning om å kjøpe eller selge verdipapirene. Ordet «nødvendig» skiller ut de ikke-nødvendige opplysningene. Dette tilsier at det ikke er frihet til å offentliggjøre tilleggsprospekt som for eksempel hovedsakelig sikter på å oppnå oppmerksomhet i markedsførings-sammenheng. Det er «investorene» som etter ordlyden er subjektene. Dette medfører at det er trekk ved investeringen som skal rapporteres. Det kan for eksempel være av betydning for en investor om det er stor omsetning i de utestående lånene et selskap har. Dette ville kanskje ikke bli vurdert som en interessant opplysning for en journalist eller en ansatt, men det kunne ha betydning for en investor.

Opplysningene skal vurderes «med hensyn til særlige forhold hos tilbyderer og arten av de verdipapirene som tilbys».<sup>111</sup> Fra ordlyden «hos tilbyderer» må det kanskje tolkes inn en begrensning til det som selskapet selv er nærmest til å få informasjon om. Effektivitet er en del av formålet med reglene og tilsier en slik forståelse. For eksempel vil et militærkupp i et land der bedriften har satset stort virke på investorenes vurdering, men det er neppe noe som vil lede til krav om tilleggsprospekt, se 4.6 ovenfor.

Ordlyden «særlige forhold» må leses i sammenheng med den økonomiske vurderingen som skal gjøres. For eksempel vil ikke funn av spesielle arkeologiske forhold ved en byggeplass være gjenstand for tilleggsprospekt, med mindre det får betydning i form av forsinket ferdigstillelse eller økte kostnader. Lovteksten «arten» av verdipapirene kan referere til deres sensitivitet ved endringer. For eksempel vil det være stor forskjell i sensitivitet mellom gjeldspapirer og aksjer hvis det er en endring i langsiktig rentenivå. En endring i langsiktig rentenivå vil vanligvis slå direkte ut i prisen på gjeldspapirene, mens det ikke trenger være noen umiddelbar kurseffekt på aksjene. Begrensningen i ordlyden «som tilbys» betyr at det er den relevante delen av transaksjonen som er gjenstand for tilleggsprospekt. Dersom for eksempel selskapet skal ha ny finansiering ved å utstede aksjer av klasse a, vil en mindre endring av stemmereglene for aksjene av klasse b neppe anses som grunn for å offentliggjøre tilleggsprospekt.

Fra lovens krav til opplysninger i et prospekt følger det at investorenes økonomiske vurdering er et sentralt moment i vurderingen av om det skal sendes tilleggsprospekt.

#### 4.9.3 «Omstendighet» lest i sammenheng med regnskapsloven

Spørsmålet er om det følger momenter til regelen om tillegg i verdipapirhandelloven § 7-15 fra sammenhengen med regnskapsloven. Med ordene «økonomiske stilling» i verdipapirhan-

---

<sup>111</sup> Verdipapirhandelloven § 7-13 første ledd første punktum andre komma

delloven § 7-13 første ledd første punktum fanger en i alle fall opp siste avlagte regnskap.<sup>112</sup> Også endringer i tidligere avlagte regnskaper vil omfattes av en naturlig tolkning av lovteksten, fordi disse også vil ha betydning for å vurdere selskapets inntjening i fremtiden. Som eksempel kan man peke på informasjon om hvordan det amerikanske selskapet Enron hadde regnskapsført tap koblet mot eierandeler i rørledninger.<sup>113</sup> Da informasjon om denne regnskapspraksisen kom for en dag, fikk det betydning for hvordan investorene vurderte selskapets muligheter med de gjenværende eiendelene.

Ordlyden «vurdering av utsteders [...] økonomiske stilling og utsikter»<sup>114</sup> kan tolkes med bakgrunn i økonomisk teori. Verdien av en aksje er nåverdien av den frie kontantstrømmen som forventes fra selskapet. Det innebærer at virkninger på fremtidige inn- og utbetalinger står sentralt. For eksempel vil konkurs hos en stor kunde lede til fare for inntektsbortfall. De relevante omstendigheter er etter ordlyden de som påvirker verdsettelsen. Regnskapsloven stiller krav til rapportering av et rettviseende bilde av økonomiske forhold i et selskap, og endringer i slike faktorer kan utløse tillegg til prospekt.<sup>115</sup> Etter verdipapirforskriften § 7-13 andre ledd skal EØS-prospekt ha informasjon i tråd med prospektforordningen, og det kan etter fortaleten punkt 28 brukes en intern standard, som for eksempel den norske regnskapsloven eller den internasjonale IFRS-forordningen.<sup>116 117</sup> Siden regnskapet er inkludert i prospektet, er det naturlig å drøfte hvilke endringer som kan utløse tilleggsprospekt.

Bortfall av forventet fremtidig salgsinntekt er et moment som kan lede til resultatvarsel.<sup>118</sup> Det vil typisk være vurderingsbasert når utsteder får grunn til å informere, og det kan ha sammenheng med den veiledning om inntekt som tidligere er gitt. Siden salgsinntekt består av antall enheter multiplisert med pris, kan endringen komme fra en av disse komponentene. Ved lavere aktivitet i en bransje blir det typisk omsatt færre enheter. Man kan spørre om hvilken grad av konkretisering som kreves, og hvorvidt en generell endring i bransjen har relevans for å offentliggjøre tilleggsprospekt. Lavere pris per enhet vil typisk følge av lavere kapasitetsutnyttelse i en bransje, men det kan også ha bakgrunn i priskonkurranse.

---

<sup>112</sup> Jfr. regnskapsloven kapittel 6

<sup>113</sup> The New York Times: <http://www.nytimes.com/2002/03/09/business/enron-sought-to-raise-cash-two-years-ago.html?pagewanted=2&src=pm> fra internett 11. september 2014

<sup>114</sup> Verdipapirhandeloven § 7-13 første ledd første punktum

<sup>115</sup> Regnskapsloven § 3-2a første ledd

<sup>116</sup> Fra internett 24. februar 2015: [http://lovdata.no/pro/#document/NLX3/eu/32004r0809/\\*](http://lovdata.no/pro/#document/NLX3/eu/32004r0809/*)

<sup>117</sup> Europaparlaments- og rådsforordning (EF) nr. 1606/2002 av 19. juli 2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarter viser til Årsregnskapsdirektivet

<sup>118</sup> Regnskapsloven § 6-1 første ledd nr. 1

Dersom det kommer et gjennombrudd i salgsarbeidet, kan det være grunn for å melde om positive virkninger. Igjen kan det være endringer i pris eller volum. Likevel vil prisøkninger vanligvis foregå i små trinn, slik at disse neppe blir gjenstand for tilleggsprospekt. Mer relevant kan nye store salgskontrakter være. Dersom det kommer signering fra en dominerende aktør i et markedssegment der man ennå ikke har fått gjennomslag, kan det være en ny omstendighet som har betydning for aksjekursen. Annen driftsinntekt kan også endres slik at det har betydning for verdsettelsen av aksjene.

Kriser som følge av krigshandlinger kan lede til knapphet på innsatsfaktorer, noe som kan gi en brå økning i råvarekostnadene.<sup>119</sup> En brann kan ødelegge et lager med ferdigvarer eller varer man har under tilvirkning. Slike faktorer kan bedriften være forsikret mot, men det vil vanligvis være en resultateffekt på kort sikt, mens forsikringsoppgjøret kan være usikkert med tanke på tid og størrelse. Dermed vil det i stor grad være opp til ledelsens skjønn om det anses som en faktor som har betydning for vurderingen av verdipapirene. Spesielt i en situasjon med stram likviditet kan et usikkert forsikringsoppgjør frem i tid ansees som mindre verdifullt enn det økonomiske tapet på kort sikt.

I oppkjøpssituasjoner har det vært tilfeller der ledelsen i målselskapet har fått betydelig lønnsøkning fra tidligere regnskaper til oppkjøpet er gjennomført. Nivået på lederlønningene satt opp mot bedriftens økonomiske situasjon vil avgjøre om resultatet påvirkes på en kursdrivende måte.

Det kan også tenkes at det innvilges en bredere lønnsøkning for å holde på arbeidsstokken og sørge for motiverte medarbeidere i en tegningsperiode. Slike forhold vil utløse plikt til offentliggjøre tilleggsprospekt hvis de er av et visst omfang. Reduksjoner i lønnskostnader har vanligvis en tregere utvikling. Unntak kan forekomme ved deflasjon i et produksjonsland, eller dersom en fagforening innvilger en bred lønnsreduksjon for å hjelpe en vanskeligstilt bedrift. Det kan være en del av en samlet løsning sammen med en kapitalutvidelse.

Dersom bedriften tar strategiske skritt for å redusere kostnadene, kan det bli aktuelt med tilleggsprospekt. For eksempel kan innkjøpssamarbeid gi store prosentvise besparelser. Av mer tilfeldige effekter kan man se for seg devaluering av en valuta der man har store deler av sine varekjøp. Konkurransetsetting kan endre kostnader fra lønn til innleie. Det kan gi store endringer i kostnadsstrukturen og den økonomiske risikoen. Hvorvidt endringen berører den konkurransemessige fordelene til bedriften vil ha betydning for hvordan markedet oppfatter prisef-

---

<sup>119</sup> Regnskapsloven § 7-10



fekten. Et dataselskap som setter ut egen drift av dataavdelingen vil få en annen reaksjon enn et oljeselskap som gjør det samme.

Som en sammenstilling av inntekter og kostnader, kan bedriften rapportere om endring i differansen mellom disse. En slik marginendring kan uttrykkes i prosent av salget eller som en rent nominell størrelse. Dersom det er prosentvis like skift i kostnader og inntekter, kan ledelsen argumentere at det har små resultateffekter, og at det til tross for flere nye omstendigheter ikke vil gi noen samlet aksjepriseffekt. På den annen side kan flere omstendigheter forsterke hverandre. En devaluering der det kjøpes varer kan falle sammen med en revaluering av den valutaen der varene selges. Da blir virkningen på marginen og vurderingen av verdipapirene markert.

Investeringer kostnadsføres over et lengre tidsrom, men det er ikke sannsynlig at endringer i slike forhold kan utløse tilleggsprospekt. I noen skatteendringer kan en avskrivningsgruppe endres, og det vil gi en skattemessig nåverdieffekt som har betydning for prisingen. Imidlertid vil det være forhold som ikke er selskapsspesifikke nok til at det anses som en relevant omstendighet.

Nedskrivninger er en av de store driverne av aksjekurser. Dersom et anleggsmiddel viser seg å ha en verdireduksjon som ikke er forbigående, skal de nedskrives.<sup>120</sup> Det kan være tilfellet med en flåte av enkeltskrogs tankbåter som ikke lenger er etterspurt av oljeselskapene. Ved slike forhold kan det ligge til rette for virkning på vurdering av verdipapirene og det vil utløse pliktig tilleggsprospekt. Siden det er konkrete eiendeler for selskapet, er det ikke noe problem med relevansen av endringen.

Også immaterielle eiendeler kan få en fallende virkelig verdi som ikke er forbigående. For eksempel kan man tenke seg at et dataselskap har kjøpt opp mange mindre selskaper og argumentert for at de har høyere verdi enn kjøpskostnaden. Differansen utgjør goodwill, og den skal vurderes som anleggsmiddel.<sup>121</sup> I norsk aksjemarked ble det store prisfall da selskapet Merkantildata måtte skrive ned sin goodwill. Nedskrivninger er vurderingspreget, og det er en av faktorene som det kan være incentiv til å utsette når man er i en tegningsperiode. Hvis det sendes melding, vil det normalt utløse tilleggsprospekt og trekkrettighet.

---

<sup>120</sup> Regnskapsloven § 5-3 tredje ledd

<sup>121</sup> Regnskapsloven § 5-7.

Dersom det er stor endring i inntekt i datterselskap, eventuelt i en konsernstruktur, vil det reflekteres i regnskapet.<sup>122</sup> Et tilknyttet selskap kan innebære eierandel ned til 20 prosent, og da må det en tilsvarende sterk effekt til i det lavere selskapet for at det får en kurseffekt på de børsnoterte aksjene.<sup>123</sup> Ved investering i tilknyttet selskap benyttes egenkapitalmetoden, men ikke hvis det er en midlertidig investering.<sup>124</sup> Et selskap kan ha investert i en tomt som får endret reguleringsplan. Det kan lede til endret verdivurdering av aksjene. Er det en investering som er delt med andre selskaper, blir det en virkning som avhenger av hvilken metode som brukes i regnskapsføringen.<sup>125</sup>

Regnskapsposten annen driftskostnad kan romme mye ulikt og mange mindre utgifter. Endringer i slike kostnader virker mindre aktuell for prisendringer som skulle utløse tilleggsprospekt. Det er lite sannsynlig at endringer i inntekter eller kostnader fra renteberegninger innen samme konsern gir verdiendringer på de børsnoterte aksjene.

Valutaendringer kan gi store utslag i finansielle inntekter eller kostnader. Disse kan inntreffe når som helst hvis selskapet har åpen eksponering. Selv om selskapet har en balansert valuta-risiko for eksempel ved innkjøp i en valuta som man ellers er «short», så kan det komme kort-siktige finansielle resultatsvingninger. Det kan være incentiver for ledelsen til å unnlate å stenge valutaposisjoner for å la være å komme i en situasjon der man må offentliggjøre tilleggsprospekt og dele ut trekkrettigheter i en tegningsperiode.

Til tider kan et selskap ha relativt store beholdninger av forskjellige kategorier av finansielle instrumenter og varederivater. Svingning i disse kan gi resultateffekter, og det kan anses som å utløse pliktig tilleggsprospekt. Dersom instrumentene er børsnoterte, vil investorene få med seg prisendringene, men siden man bare har siste noteopplysninger å gå ut fra, kan man ikke vite om en beholdning er solgt før et større verdifall. Derfor kan det bli relevant informasjon å melde fra om med tilleggsprospekt. Det kan også forekomme store verdiøkninger i posten finansielle instrumenter. Der virkelig verdi har falt på en måte som ikke er forbigående, skal finansielle eiendeler nedskrives.<sup>126</sup> En slik endring vil i stor grad reflekteres i aksjekursen på det regnskapspliktige selskapet, og det vil dermed være pliktig med tillegg til prospektet i tegningsperioden. Dette vil gjenspeile en verdiforringelse for en tegner, og hvis tegneren ikke fikk informasjon og trekkrettighet, ville beskyttelsen mangle.

---

<sup>122</sup> Regnskapsloven § 1-3

<sup>123</sup> Regnskapsloven § 1-4

<sup>124</sup> Regnskapsloven § 5-17 første ledd jfr. tredje ledd

<sup>125</sup> Regnskapsloven § 5-18

<sup>126</sup> Regnskapsloven § 5-3 tredje ledd første punktum

Skatteprosenten vil være felles for økonomien, slik at den ikke blir tilstrekkelig knyttet til det enkelte selskap. Selv om det er en ny omstendighet som vil gi priseffekt, vil reelle hensyn tilsi at det ikke blir pliktig med tilleggsprospekt.

Etter regnskapsloven skal størrelsen og arten av ekstraordinære inntekter eller kostnader opplyses i noteopplysningene.<sup>127</sup> Hvorvidt en post regnes som ekstraordinær, kan være gjenstand for vurdering og diskusjon. Dersom det rapporteres om en ekstraordinær post, kan det oppfattes som en mer relevant endring for verdivurderingen av aksjene, noe som igjen vil ha betydning for om det skal sendes tilleggsprospekt. Her er det et mulig incentiv for en ledelse som ønsker å ferdigstille transaksjonen til å klassifisere poster som ikke ekstraordinære.

Resultatet som blir gjenstand for skatteberegning vil være en differanse mellom inntekter og kostnader som er behandlet i fremstillingen over. Derfor vil det ikke være selvstendige effekter i resultatet. Endringen kan rapporteres på resultatnivå, og da er det i denne form man kan få aksjepriseffekt. Det kan inntreffe forsterkende virkning fra flere endringer, og disse vil vise seg på resultatnivå.

Endringer av verdsettelsen av eiendeler kan utløse tillegg til prospekt. De vil imidlertid vise seg i resultatregnskapet, typisk som en nedskrivningskostnad. Nedskrivningen kan bli på et nivå slik at selskapet ikke lenger har et troverdig økonomisk fundament. Som eksempel kan man se for seg at et mindre oljeselskap har eierandel i en lisens, og at operatøren av lisensen melder om en skuffende avgrensningsbrønn. Hvis det samlet sett er få inntekter og andre letemuligheter først kommer langt frem i tid, kan en nedskrivning lede til en eiendelsside som ikke lenger støtter opp om den inntjeningsmodellen som investorene har trodd på. Da blir det viktig å ta eiendelssiden i betraktning i tillegg til den effekten som viser seg i resultatregnskapet. Når man skal vurdere hva som utgjør omstendigheten, kan det være aktuelt å ta med en kommentar om strukturen på eiendelene i tillegg til den direkte nedskrivningen. Dette kan gi en sterkere priseffekt og lettere utløse plikt til å sende tilleggsprospekt.

Et resultat i finansiell teori er at sammensetningen av passiva ikke har betydning for selskaps avkastning.<sup>128</sup> I praksis viser det seg at annonsering av utbytte kan gi kursutslag på aksjene. Det samme kan gjelde fondsemissjoner der man styrker bundet egenkapital ved å overføre fra for eksempel post C II 2 «Opptjent egenkapital», «Annen egenkapital» til C I 1 «Selskapskapital». Slike endringer vil vanligvis ikke annonseres i tegningsperioden. Likevel kan en endring av passiva være en del av hensikten med transaksjonen, og man foretar en justering

---

<sup>127</sup> Regnskapsloven § 7-24

<sup>128</sup> Modigliani, F. and Miller, M. (1958) s. 268

som forventes å bli godt mottatt. Dette vil være en del av transaksjonen, og rimelighetsbetraktninger kan tilsi at det ikke sendes tilleggsprospekt med trekkrettighet. Det finnes altså momenter til bedømmelsen av om det skal sendes tilleggsprospekt både ved sammenligning med reglene om resultatregnskap og balanseregnskap.

#### 4.9.4 Verdipapirfondlovens regulering ved ny informasjon

I utgangspunktet er det den vedtatte lovteksten i verdipapirhandelloven § 7-15 som regulerer om det skal sendes ut tilleggsprospekt. Andre lovtekster som tar sikte på å regulere tilsvarende forhold kan belyse sider ved den rettslige ordningen. I verdipapirfondloven § 8-2 tredje ledd er det også krav ved ny informasjon. Lovens tekst er «[p]rospektet skal oppdateres ved endringer av betydning». Det objektive vilkåret er «endringer», noe som er mindre konkretisert enn i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. Det er ikke skilt mellom omstendigheter som inntreffer og det man oppdager av avvik fra prospektet. Heller ikke er det skilt mellom typene avvik. Grunnen til forskjellen kan være at verdipapirfond er en samling av fondsinvesteringer, der kursdrivende informasjon inntreffer i de underliggende selskapene som fondene er investert i. Forskjellen i regulering kan bidra til å understreke ulikheten mellom alternativene i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum.

Terskelen «av betydning» i verdipapirfondloven § 8-2 tredje ledd er etter ordlyden en skjønnsmessig angivelse. Språklig sett kan man anse denne terskelen som lavere enn «betydelig» eller «significant» i prospektdirektivet artikkel 16 første ledd første punktum. Vilkåret i verdipapirfondloven § 8-2 tredje ledd er «endringer av betydning». Det er etter en språklig tolkning ikke klart hva endringene skal ha betydning for. Formålet med prospekt i første omgang taler for at det gjelder betydning for investorene og virkninger på verdien av verdipapirfondsandelene.

Rettsvirkningen av verdipapirfondloven § 8-2 tredje ledd er at det må utarbeides en ny versjon av det opprinnelige prospektet, og ikke noe tillegg som i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. Det vil utgjøre et godt grunnlag for nye investorer, men endringen kommer ikke så klart frem som ved et tillegg. Samtidig er det ikke samme grunn til å beskytte mot tilbakeholdt informasjon fra verdipapirfondet, siden den underliggende drift foregår i selskapene fondet er investert i.

Det er heller ikke noen offensiv beføyelse som trekkrettigheten i verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd. Grunnen kan være at det ikke er samme fare ved tilbakeholdt informasjon for en investor i et verdipapirfond når man sammenligner med et verdipapir grunnet diversifiseringseffekten ved investering i flere aksjer. Dette kan bidra til å forklare den spesielle utformingen av regelen om tilleggsprospekt.

Likevel kan det være stor grunn til beskyttelse i enkelte fondsstrukturer. Det fremstår ikke som rimelig at betydelige forpliktelser skal gi pliktig tilleggsprospekt i verdipapirhandel etter ESMA's forslag til minimumstilfeller, samtidig som det ikke er beskyttelse ved eiendomsfond. For regelen om tillegg til prospekt betyr dette at det er grunner for å kreve en viss terskel for omstendigheten, siden formålet effektivitet har blitt prioritert fremfor beskyttelse på et nærliggende rettslig område som verdipapirfondloven. Vektnormen for en slik slutning fra en tilstøtende lov blir imidlertid lav siden lovgiver har vedtatt hver sin lovtekst på de to områdene. Alt i alt vil en sammenligning med verdipapirfondlovens regel om oppdatering understreke forskjellen i de alternative vilkårene i regelen om tilleggsprospekt. Sammenligningen viser også hvor viktig investorbeskyttelsen er ved enkeltaksjer.

#### 4.9.5 Opplysningsplikt i kontraktsforhold

Spørsmålet i det følgende er om det finnes momenter til vurderingen av om det skal sendes tilleggsprospekt fra opplysningsplikten i kontraktsforhold. Denne er hjemlet i alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper. Inngangsvilkåret er at ytelsen ikke svarer til tegnerens forventninger.<sup>129</sup> Når det er offentliggjort et prospekt, kan man si at forventningene vil være i samsvar med opplysningene i dokumentet. Hvis det inntreffer prisdrivende omstendigheter i tegningsperioden, må det være berettiget at tegneren forventer å bli informert om disse omstendighetene. I de tilfellene der det ikke sendes tilleggsprospekt, vil ytelsen ikke svare til tegnerens forventninger, slik at inngangsvilkåret for kontraktsrettslig opplysningsplikt er oppfylt. Et ytterligere vilkår er at utsteder kunne gitt opplysninger og dermed avverget forventningssvikten. Det er nettopp en slik funksjon tilleggsprospektet har.

Virkningen etter alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper er at ytelsen skal tilsvare det som tegneren kan ha en berettiget forventning om å motta. Grunnen til regelen er at utsteder skal ha en tilskyndelse til å ikke holde tilbake prisdrivende informasjon på tegneres bekostning. Det settes som vilkår at omstendighetene er kjensgjerninger til forskjell fra rene hypoteser og at realdebitor kjente til forholdene. Det er videre alminnelige vilkår at opplysningene handler om vesentlige forhold, slik at det er en høy terskel sammenlignet med tilleggsprospekt. Vilkåret om at utstaders unnlatelse av å opplyse har innvirket på avtalen, kan sies å være oppfylt når det er priseffekt ved tillegg.

Siden finansielle instrumenter har en abstrakt konstruksjon, er det spesielt strenge krav til informasjonen. Hvis det ikke opplyses om prisdrivende omstendigheter, har tegneren etter alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper om opplysningsplikt, rett på en ytelse i samsvar med sine forventninger gitt utstaders taushet. Dette kan tilsi at tegner skal kompenseres for

---

<sup>129</sup> Hagstrøm (2011) s. 148

eventuelle prisfall grunnet nye negative omstendigheter. Slike forhold kan etter norsk rett håndteres ved sanksjoner som retting, heving, erstatning og ugyldighet. Dermed kan man si at regelen om tilleggsprospekt i verdipapirhandelloven har likhetstrekk med opplysningsplikten i kontraktsforhold, mens terskelen for opplysningssvikt er lavere ved tilleggsprospekt. Samlet sett vil tilleggsprospekt utløses lettere enn alminnelig opplysningsplikt, og trekkrettigheten dekker mange av de sanksjonene man kan påberope etter brutt opplysningsplikt. Dermed er det få momenter til vurderingen av om det skal sendes tilleggsprospekt fra en sammenligning med opplysningsplikt i kontraktsforhold.

#### 4.9.6 Er det et moment at noen har bedt om tillegg?

Man kan spørre om det utgjør et moment i vurderingen av om det er tilleggspplikt, om et slikt tillegg er etterspurt av investorer. Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum «som kan få betydning for vurderingen» er det et skjønn som må utøves, og flere momenter kan inngå i denne bedømmelsen. At en tegner har påberopt seg at en inntruffet omstendighet burde utløse tilleggsprospekt, kan være et moment etter denne vide ordlyden. Det finnes andre steder i lovverket der innsigelse som er reist av en part har betydning ved vurderingen. Generelt sett skal alle juridiske anførsler behandles på en forsvarlig måte i tråd med det sivilrettslige grunnprinsippet om et riktig resultat.<sup>130</sup> Som eksempel kan man nevne vurderingen av inhabilitet grunnet særegne forhold, jfr. forvaltningsloven § 6 andre ledd andre punktum. Der skal det gjøres en objektiv vurdering av hensyn til forsvarlig behandling og effektivitet. Reguleringen skal hindre at personlige forhold virker på forvaltningsavgjørelser. I tegningsperioden skal man sikre at all informasjon kommer til tegnerne, og motvirke at det er mistanker om at tegnerne ikke får prisdrivende informasjon. At en tegner har oppdaget en omstendighet som tegneren hevder bør utløse tilleggsprospekt, vil da være et forhold som man kan tillegge vekt når man tar stilling til om det skal sendes ut tilleggsprospekt.

Det som taler mot å tillegge slike innsigelser vekt i verdipapirhandel, er at det kan åpne for misbruk ved at mindre viktige hendelser utnyttes av tegnere til å skaffe seg gratis trekkrettigheter. Man kunne tenke seg at det ville utvikle seg en praksis der forvaltere stadig fikk rettigheter på selskapets bekostning ved å fremheve uvesentlige omstendigheter. Dette ville utgjøre en kostnad for selskapet og etter hvert for markedet som helhet. Dette tyder på at begjæring av tillegg kan være et moment i vurderingen om det skal sendes tilleggsprospekt, men siden motivasjonen for begjæringen kan være sammensatt, vil vekten bli lav.

---

<sup>130</sup> Robberstad (2013) s. 10

#### 4.9.7 En lignende rett til tilbaketredelse ved oppdatering av pris

Problemstillingen er om tilbaketredelsesrett ved oppdatering av pris gir momenter til vurderingen av om det skal sendes tilleggsprospekt. Det er gitt en slik tilbaketredelsesrett i verdipapirhandelloven § 7-21 første ledd, jfr. prospektdirektivet artikkel 8 første ledd bokstav b. Denne har som vilkår at prospektet ikke har «opplysninger om pris eller fremgangsmåten for prisfastsettelsen». Fristen starter når «endelig pris og antall verdipapirer som tilbys» er registrert hos prospektmyndigheten eller i Foretaksregisteret. I forarbeidene ble følgende uttalt: «Arbeidsgruppen antar at denne retten vil ha svært begrenset betydning i praksis. Det vil normalt ikke være vanskelig å angi kriterier for prisfastsettelse eller en makspris i et prospekt.»<sup>131</sup> I praksis har et prospekt vanligvis intervaller for pris og volum, og adgang for utsteders styre til å sette transaksjonsprisen utenfor disse.<sup>132</sup> En vid angivelse av pris kan etter rimelighetsbetraktninger tale for at tilbaketredelsesretten i § 7-21 første ledd inntreffer når det sendes børs-melding om forventet transaksjonspris. Samtidig vil ordlyden «ikke inneholder opplysninger om pris» ha avgjørende gjennomslagskraft slik at det ikke kan tolkes inn en tilbaketredelsesrett etter § 7-21 første ledd ved vid angivelse av prisintervallet. Hvorvidt en angivelse av transaksjonens pris før ferdigstilt transaksjon er en omstendighet med prisvirkning, kan være gjenstand for debatt. Kjernen av en slik debatt vil dreie seg om det er prisvirkninger av en slik prisannonsering, men det avgrenses mot en nærmere drøftelse av dette.<sup>133</sup> Oppsummert kan man anføre at fordi det finnes en egen bestemmelse om tilbaketredelse ved oppdatering av pris, vil lovens system tilsi at en slik oppdatering av pris ikke anses som å utløse pliktig tillegg til prospekt.

#### 4.9.8 Vurdering i tegningsperioden

Siden spørsmålet om når det skal sendes tilleggsprospekt ikke kan løses generelt utenom for enkelte minimumstilfeller, vil den konkrete vurderingen stå sentralt.<sup>134</sup> I en oppgangskonjunktur er det ofte høy avkastning ved å bestille aksjer i børsnoteringer og selge de samme aksjene kort tid etter børsnotering. Informasjon om tegningsinteressen har da stor verdi, og allokering til forskjellige investorer kan gi opphav til konflikter. Ved økonomiske nedgangstider kan sannsynligheten for å få inn et ønsket emisjonsbeløp være av stor interesse for aksjonærer i et selskap som allerede er børsnotert, slik at det er incentiver både for utsteder, tilrettelegger og deres ansatte til å holde tilbake negativ informasjon i tegningsperioden.

---

<sup>131</sup> Ot.prp.nr. 69 (2004-2005) s. 49, henvisning i Myklebust (2011) s. 301

<sup>132</sup> Morpol (2010) seksjon 5.5

<sup>133</sup> I økonomiske termer kan det sammenstilles med et fikspunktteorem

<sup>134</sup> ESMA Final report (2013) s. 8, punkt 16

Vurderinger kan endres over tid, noe som man kan se fra Rt. 1997 s. 1341 Hønsehauk. En bonde ble fritatt for straff etter å ha skutt en hønsehauk som angrep hønene hans. Reelle hensyn til økonomi og følelsmessig tilknytning ble diskutert i dommen. Sett i ettertid kan man anføre at det er hensyn til vern av vilt som kanskje ville blitt fremhevet enda mer som reelle hensyn i årene etter dommen. I tiden etter finanskrisen som startet i 2007 har det blitt større vekt på sikkerhet for innskytere, noe som for en periode kan smitte over som krav til større sikkerhet for bestillere i en emisjon. Dersom det inntreffer en omstendighet som kan påvirke kursen, og det sendes tilleggsprospekt, får selskapet igjen risikoen for utfallet gjennom trekkrettigheten i verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd. Dette kan sies å være i tråd med rettsøkonomiske betraktninger der den som har lavest kostnader med å bære risikoen bør ha risikoen.<sup>135</sup>

Det som er kalt prospektteori viser hvordan små gevinster gir stor opplevd nytte, mens store gevinster ikke verdsettes i de samme proporsjoner.<sup>136</sup> Når en tegner opplever at en liten negativ avkastning har stor betydning, kan det tale for ekstra beskyttelse og dermed en lav terskel for å sende tilleggsprospekt.

Tegneren tar på seg en plikt til å kjøpe verdipapiret i tegningsperioden. Utstederen får en tilsvarende rett til å selge verdipapiret til den som tegner seg. Disse rettighetene kan undersøkes ved å benytte begrepsapparatet som er utviklet i finansiell teori om opsjoner. En opsjon er en rett til å kjøpe eller selge en underliggende aksje til en avtalt forfallspris på et bestemt tidspunkt. I Rt. 1935 s. 122 Falconbridgedommen var det sterk stigning i nikkelpreisene og uventet stor gevinst for mellommannen. Avtalen hadde preg av tillit og samarbeid. Mellommannen anførte at det var et tilsiktet opsjonselement, jf. s. 126:

De mener at der foreligger en option eller et betinget salg, rettslig sett, og at dette nettopp var hvad man tilsiktet. Raffineringsverket anser en ordning med fast pris for 90 % og arrangementet med betalingen som prinsipielt uforenlig med et kommisjonsforhold. Heri kan jeg ikke være enig.

Saken endte med endring av avtalen. Man kan anta at verdien av opsjonen hadde i dette tilfellet blitt overveldende, og den ble ikke realisert som opsjon. Ved en større transaksjon i verdipapirer vil den salgsopsjon som utsteder har i tegningsperioden stå seg juridisk når det er offentliggjort prospektet og bindende tegning.

---

<sup>135</sup> Eide og Stavang (2008) s. 294

<sup>136</sup> Kahneman and Tversky (1979): 263-291. s. 266, jfr. figur 3



Opsjonstilnærmingen viser at det kan være tale om store finansielle utslag for de ulike parter. Hvis det foretas en overtegning, forsterkes effektene på en tilsvarende måte som ved låneelementet i opsjoner. Avkastningen får store utslag, noe som gir ekstra grunn til å beskytte investorene i tegningsperioden. Et viktig element i prising av en opsjon er tidsverdien. Den gjenspeiler hvordan prisen på opsjonen endrer seg når tiden til forfall minker. Når man er nær forfall faller tidsverdien spesielt raskt, og ved forfall er tidsverdien null. En tegningsperiode varer i noen dager eller et fåtall uker. Det gjør at tidsverdien har store utslag i tegningsperioden. En investor som har tegnet seg i en emisjon har spesielt stor grunn til å rette oppmerksomhet mot transaksjonen siden verdien endres sterkt med tiden. Det illustrerer sårbarheten, også for profesjonelle investorer, og understreker behovet for harmonisert beskyttelse.

Når man skal ta stilling til godheten av regelen om tilleggsprospekt, kan det være naturlig å spørre om regelen virker balansert eller rimelig. I EU-retten er det et generelt prinsipp at et inngrep skal stå i et rimelig forhold til det målet som søkes.<sup>137</sup> Man kan se på forholdsmessighet som en brøk med middel A over brøkstreken og målet B under brøkstreken. Dette forholdstallet må være i samsvar med den rimelighetsstandard som er utviklet gjennom rettsavgjørelser på tilsvarende områder. Det å kreve tilleggsprospekt fra et selskap og pålegge det å gi trekkrettighet i transaksjonen, er et middel som griper inn overfor selskapet. Ved høye utarbeidelseskostnader, utsatt transaksjon og stor bruk av trekkrettigheten, er det et kostbart middel for et selskap. Målet med å pålegge tilleggsprospekt er å beskytte investorer, samt å sørge for likefordeling av informasjon. Dersom det dukker opp en omstendighet som kan påvirke verdien av verdipapirene betydelig, har investorbeskyttelsen høy verdi. Hvis omstendigheten har liten mulighet til å endre aksjeprisen, er målet ikke så sentralt å nå, samtidig som kostnadene ved tilleggsprospekt er relativt konstante. Dette er gjenspeilt i innvirkningskriteriet som følger av ordlyden «som kan få betydning for vurdering av verdipapirene» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. Det følger av en konkret vurdering i tegningsperioden at det er betydelige verdier på spill for investorene, noe som tilsier en lav terskel for når det er plikt for utsteder til å sende tilleggsprospekt.

#### 4.9.9 Terskelen for løpende informasjonsplikt

Ved tolkning av regelen om tilleggsprospekt er det naturlig å lese verdipapirhandelloven i sammenheng. Den spesielle regelen i verdipapirhandelloven § 7-15 regulerer tilfellene med ny og prisdrivende informasjon i tegningsperioden. Imidlertid er det en generell regulering av løpende informasjonsbehandling i verdipapirhandelloven kapittel 5, jfr. kapittel 3. For å få en presis forståelse av regelen om tilleggsprospekt, har det interesse å holde den opp mot regelen om løpende informasjonsplikt. Spesielt er det to terskler for når det må sendes ut informasjon.

---

<sup>137</sup> EFTA Pedicel avsnitt 56

Problemstillingen i det følgende er om det er forskjell på hva som utløser informasjonsplikt etter de to regelsettene.

Etter § 5-1 gjelder reglene både noterte utstedere og de som har søkt opptak til notering på regulert marked, men ikke for unoterte papirer.<sup>138</sup> Verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd pålegger selskapet å «offentliggjøre innsideinformasjon». En naturlig språklig forståelse av denne ordlyden er en plikt til å utarbeide og offentliggjøre børsmelding ved kursdrivende nyheter. Ordlyden «som direkte angår utsteder» i § 5-2 første ledd kan språklig forstås som at det må ha en økonomisk virkning på utstaders verdipapirer. For eksempel vil et uhell internt i selskapet virke direkte, på samme måte som en ny stor kontrakt.

Det er et ytterligere vilkår at det skal gjelde innsideinformasjon. Verdipapirhandelloven § 5-2 første ledd viser til «§ 3-2 første til tredje ledd», der det er en legaldefinisjon av innsideinformasjon. Dette er en sammensatt bestemmelse. For å finne den skjønsmessige terskelen for når det skal sendes børsmelding, må flere av leddene kombineres. Ordlyden «opplysninger [...] som tilstrekkelig spesifikke» i § 3-2 andre ledd må leses sammen med ordlyden i § 3-2 tredje ledd «som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte». Det kan språklig forstås som en hypotetisk test der man tenker seg en investeringsbeslutning. Man tar stilling til om opplysningene er av en art som passer inn i en beslutningsmodell. Forhold som påvirker forventet fremtidig kontantstrøm eller diskonteringsfaktor vil være tilstrekkelig spesifikke, siden disse utgjør sentrale deler når man skal beregne verdien av et verdipapir.

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 3-2 andre ledd er «opplysninger som indikerer at» omstendigheten med «rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe». Dette utgjør deler av terskelen for at det er innsideinformasjon. Ordlyden «indikerer» legger terskelen for sannsynlighet svært lavt. Uttrykket «med rimelig grunn kan ventes» er språklig sett et anslag som er høyere enn sannsynlighetsovervekt, noe som bidrar til å legge terskelen høyt. Imidlertid følges dette av lovteksten «den mulige påvirkningen», noe som igjen tyder på en lav terskel for sannsynlighet. En naturlig språklig forståelse av lovteksten tilsier at terskelen for hva som utgjør innsideinformasjon ligger svært lavt, mens terskelen for å sende tilleggsprospekt ser ut til å være høyere, i alle fall på bakgrunn av prospektdirektivets tekst.

Etter en naturlig forståelse av ordlyden blir det en lav terskel for innsideinformasjon, siden det er to eller tre sannsynligheter som skal være tilstede samtidig. Produktet av to sannsynligheter blir en langt mindre sannsynlighet, og spesielt gjelder dette når det er sannsynligheter som er uavhengige av hverandre.

---

<sup>138</sup> Myklebust (2011) s. 197, jfr. s 305

Forarbeidene til verdipapirhandelloven har tatt stilling til terskelen for når det skal sendes børsmelding. Det ble gjort ved å tolke den tilsvarende terskelen som finnes i EUs direktiv mot markedsmissbruk.<sup>139</sup> Departementet mente at «en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk er å foretrekke».<sup>140</sup> Direktivet kunne «forstås som å kreve at kurspåvirkningseffekten må være merkbar».<sup>141 142</sup> Terskelen «merkbar» fra forarbeidene ser ut til å være høyere enn det som følger av lovens ordlyd.

Finanstilsynets rundskriv 28/2011 uttaler at jo nærmere kilden er til opplysningene, jo lettere skal det anses som presis informasjon. Opplysninger fra en direktør blir dermed lettere ansett som presise enn opplysninger fra en annen kilde. Dette senker terskelen ytterligere når det gjelder børsmeldinger, som jo kommer fra autoriteter i selskapet. Den rettskildemessige gjennomslagskraften til et slikt rundskriv vil imidlertid være begrenset, ettersom det ikke er noen direkte forankring i lovgivers autoritet.

Verdipapirhandellovens regler om løpende informasjonsplikt søker å gjennomføre reglene i markedsmissbruksdirektivet. Dette direktivet kan gi bidrag til tolkningen av hva som er innsideinformasjon. Artikkel 1.1 inneholder legaldefinisjonen av innsideinformasjon. Den engelske versjonen er «would be likely to have a significant effect on the prices». Teksten «would be likely to have» peker mot overvekt, altså mer enn 50 % sannsynlighet. På tysk brukes ordene «geeignet wäre, [...] zu beeinflussen». Dette er en konjunktiv modus og er et uttrykk om å være i stand til å påvirke. Den franske versjonen er «serait susceptible d'influencer» som betyr *kan påvirke* eller *vil være i stand til å påvirke*. Teksten «significant effect» vil etter en naturlig oversettelse bety en vesentlig virkning. Det kan også tolkes som en merkbar effekt, som vil være en lavere terskel. De andre språkene ser ut til å tale for en slik avdempet tolkning.

Slutningen fra EU-direktivet innebærer en høyere terskel for å utarbeide og offentliggjøre børsmelding enn i den norske lovteksten. Spørsmålet blir om det finnes noen vektnormer som kommer til anvendelse for å finne innholdet av den interne norske regelen. Når man skal bestemme gjennomslagskraften til direktiv og lovtekst, må man utlede en norm fra Høyesteretts praksis. Her er det uoverensstemmelse mellom lov og folkerett, og da er dualismen utgangspunktet i norsk rett, jfr. Rt. 1997 s. 580 OFS. Fagforeningen OFS fikk ikke gjennomslag for at streikeforbud ved en provisorisk anordning i medhold av Grunnloven § 17 skulle settes til

---

<sup>139</sup> Markedsmissbruksdirektivet 2003/6/EC artikkel 6 nr. 1

<sup>140</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 28

<sup>141</sup> Myklebust (2011) s. 356

<sup>142</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 28

side. OFS anførte at det var i strid med internasjonale forpliktelser i ILO-konvensjoner. Det var tungtveiende samfunnsmessige hensyn som tilsa streikeforbud. I et obiter dictum ble det uttalt at den interne regelen ville fått forrang. Utgangspunktet er dermed at det i tråd med intern norsk rett skal være en lav terskel for innsideinformasjon og dermed for å sende børsmelding.

Man kan tenke seg at det er tvil om tolkningen av den norske regelen, og at folkerettsregelen gir en klar løsning. Da tilsier presumsjonsprinsippet at man velger å tolke den norske regelen i tråd med folkerettsløsningen. Er det slik tvil om tolkningen av den norske regelen? Den norske regelen i verdipapirhandelloven § 5-2, jfr. § 3-2 har etter ordlyden en svært lav terskel. Forarbeidene angir denne som noe høyere, mens direktivet peker på en høy terskel. Det gjør at det kan sies å være tvil om tolkningen av den norske regelen. Den folkerettslige regelen i markedsmisbruksdirektivet artikkel 1.1 må tolkes fra flere oversettelser, og norske forarbeider har sådd tvil om tolkningen. Likevel fremstår regelen i markedsmisbruksdirektivet artikkel 1.1 som relativt klar når man tar høyde for at det er mange oversettelser av direktivet. Presumsjonsprinsippet tilsier da at den norske regelen om innsideinformasjon skal tolkes i tråd med markedsmisbruksdirektivet. Det tilsier en noe høyere terskel for hva som anses som innsideinformasjon.

Uriktig gjennomføring kan være bevisst eller ubevisst fra lovgivers side. Hvorvidt det er et bevisst valg må bero på en tolkning av rettskildene, der undersøkelse av forarbeidene til verdipapirhandelloven og endringer i denne står sentralt. Departementet hadde til hensikt å gjennomføre direktivet, noe som fremgår av kommentarene til definisjonen av innsideinformasjon: «Etter en helhetsvurdering mener departementet at en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk er å foretrekke [...]»<sup>143</sup> Kredittilsynet uttalte seg mer detaljert i høringsrunden:

Spørsmålet blir så om det nærmere innholdet av henholdsvis «precise» og «significant effect» i første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1. og 2, bør inntas i den norske lovteksten. Begrepene vil klargjøre innholdet i definisjonen av innsideinformasjon uavhengig av vilkårene «precise» og «significant».

Hensynet til norsk rettstradisjon taler mot en slik løsning. Det samme gjør det faktum at dagens vphl § 2-1 anses som tilfredsstillende. Videre vil implementeringsbestemmelser bli relativt kompleks, noe som kan gjøre håndhevelsen av forbudet mer krevende. Disse hensynene må veies mot blant annet hensynet til forutsigbarhet. Rettssik-

---

<sup>143</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 28

kerheten på området vil kunne øke med en mer detaljert definisjon av innsideinformasjon. I samme retning taler også Norges forpliktelse til å implementere Direktivet og dets utfyllende bestemmelser. Kredittilsynet finner grunn til å legge avgjørende vekt på de siste hensynene og foreslår, under noe tvil, at første kommisjonsdirektiv art. 1 nr. 1 og 2 gjennomføres i form at et eget ledd i ny vphl § 2-2. Bestemmelsene bør imidlertid forenkles og fremkomme som et vilkår, jf. forslaget.<sup>144</sup>

Selv om høringsuttalelsen til Kredittilsynet har liten gjennomslagskraft, ser det ut til at det har vært lovgivers hensikt å få til et samsvar med direktivets tekst. Dersom det er forskjeller i meningsinnhold, kan man anse forskjellene som *ubevisste*. I så fall kommer de ulovfestede reglene om avveining som er utviklet av Høyesterett i Rt. 2000 s. 1811 Finanger I til anvendelse. Dommen handlet om forsikringsoppgjøret etter at en passasjer ble skadet ved promillekjøring. En utilsiktet feil i gjennomføringsforskriften gjorde at forskriftene ga en annen løsning enn direktivet. Saken gjaldt en strid mellom private. Det ble uttalt at vurderingen i en sak mellom stat og borger ville vært annerledes. Selv om denne uttalelsen ikke hadde betydning for resultatet er den tillagt vekt i senere rettsavgjørelser. Ved konflikt mellom stat og borger på et inngripende område vil den internasjonale regelen få stort gjennomslag der den gir bedre beskyttelse. Der det er tale om statens inngrep overfor borgere, vil Høyesterett legge vekt på den av bestemmelsene som gir borgerne best beskyttelse.

Hvis verdipapirhandelloven § 3-2 brukes som hjemmel til å straffe for *innsidehandel* er det en sak mellom stat og borger. Virkningen vil være av inngripende art for den tiltalte. Da taler mye for å legge vekt på den internasjonale regelen hvis den gir bedre beskyttelse. Når det er høyere terskel for å konstatere at det er innsideinformasjon i den internasjonale regelen, gir den bedre beskyttelse. Det betyr at man ville la den internasjonale regelen få gjennomslag og sette terskelen høyt for hva som er innsideinformasjon.

Når spørsmålet er hvorvidt det skal sendes *børsmelding*, er det en sak mellom stat og utsteder. Det kan være tale om bøter for overtredelse, men ikke fengselsstraff. Dermed blir ikke resultatet inngripende på samme måte som ved straffbar innsidehandel. Den internasjonale regel gir bedre beskyttelse, men den vil ikke få samme gjennomslag. Presumsjonsprinsippet ville være sterkt, men ikke så sterkt som i innsidehandelssammenheng. Tolkningsresultatet blir at den lave terskelen fra lovens ordlyd får gjennomslag når man skal vurdere å sende ut børsmelding, og at terskelen er lav for hva som er informasjon som gir børsmelding.

---

<sup>144</sup> Ot.prp.nr. 12 (2004-2005) s. 20

Det er mulig å tolke det som ser ut som uriktig gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet artikkel 1.1 som et *bevisst* valg. Det kan ha bakgrunn i at lovgiver ønsker å håndheve ulovlig innsidehandel strengt. Dette kan igjen være begrunnet i konkurranse mellom ulike markeds-plasser. Spørsmålet blir hvilken norm for avveining mellom direktiv og lovtekst som gjelder ved bevisst uriktig gjennomføring av direktivet. Dette er en problemstilling som ikke ser ut til å ha fått noen autoritativ avgjørelse i norsk rett. Det gjelder en mulig motstrid mellom en EØS-forpliktelse i tråd med EØS-loven av 1992 og verdipapirhandelloyen av 2007. Hvis en domstol skulle ta stilling til problemstillingen, kunne den anse det som et valg mellom forrangsbestemmelsen i EØS-loven § 2 og den senere vedtatte lov.<sup>145</sup> Hvis man valgte forrangsregelen i EØS-loven § 2, ville det gi domstolene en potensielt stor sensurbyrde hvis det stadig ble gitt lover i strid med EØS-forpliktelser. Det tilsier at domstolen kunne velge å følge den senere vedtatte loven, slik at konflikten med EØS-retten kom på spissen i en lovgivningspolitisk sammenheng. På den måten kunne man få en stillingtagen fra lovgiver til hvilken norm som skulle være demokratisk forankret – forrang for markedsmisbruksdirektivet ved EØS-loven § 2 eller *lex posterior* for verdipapirhandelloyen. Ved å dømme i tråd med direktivet ville Stortinget fått en oppfordring til å ta stilling om det burde endre loven eller oppheve EØS-loven § 2. Dette er et forslag til løsning de lege ferenda, ettersom det ikke er kommet noen rettslig løsning på spørsmålet.

De rettslige argumentene kan samordnes for å bestemme terskelen for når det *skal* sendes børsmelding. Lovens ordlyd angir en svært lav terskel, forarbeidene med «merkbar» og direktivet med blant annet «significant». Utgangspunktet for vektnormen vil være stor vekt på ordlyden, men i høyesterettspraksis ser forarbeidene ut til å veie mye der de er omtalt i begrunnelsen for en avgjørelse.<sup>146</sup> En kompliserende faktor er at forarbeidene uttaler at man sikter mot like regler mellom direktiv og verdipapirhandelloyen. Definisjonen av innsidehandel benyttes også i forfølgelse av innside-kriminalitet, og det kan tilsi en lav terskel for hva som anses som relevant informasjon. Det skal dermed lite til før en omstendighet sies å ha en kurseffekt som utløser pliktig børsmelding. En lav terskel på hva som anses som innsideinformasjon gir en lav terskel for å offentliggjøre ordinær børsmelding. Terskelen for å offentliggjøre tilleggsprospekt ligger høyere, i alle fall etter prospektdirektivets tekst.

Det kan være en annen terskel for når det er *adgang* for et børsnotert selskap til å utarbeide og offentliggjøre børsmelding. I utgangspunktet kan man anse en børsmelding som en ytring. Dersom ytringer skal begrenses, er det spesielle krav til hjemmelen. Fortalen til markedsmis-

---

<sup>145</sup> Grunnloven § 75a flg.

<sup>146</sup> Bergo (2002) s. 24

bruksdirektivet slår fast at direktivet respekterer EMK artikkel 10 om ytringsfrihet.<sup>147</sup> Dette kan tyde på at det ikke er noen krav til informasjonens innhold for at et børsnotert selskap kan offentliggjøre børs melding.

Vanlig praksis i Norge er å offentliggjøre en børs melding om at styret har vedtatt emisjon. Detaljene blir gitt i et prospekt etter at det har fått godkjennelse.<sup>148</sup> Etter godkjennelse sendes det en ny børs melding med hovedtrekkene i prospektet. Der blir det også opplyst hvordan man får tilgang på hele prospektet.<sup>149</sup> I et konkret tilfelle ble det sendt børs melding om at styret hadde vedtatt transaksjonen, samtidig som betingelsene ble inkludert i meldingen. Dette ble gjort før man fikk godkjennelse fra Finanstilsynet.<sup>150</sup> Det ble oppdaget feil ved børs meldingen før godkjennelsen. Den nye informasjonen ble tatt inn ved en ordinær børs melding, og det ble ikke sendt tilleggsprospekt.<sup>151</sup> Det oppstod også en ny omstendighet, og denne ble meldt ved ordinær børs melding, igjen uten at det ble sendt tilleggsprospekt.<sup>152</sup> Siden transaksjonen ikke var satt i verk, var det ennå ikke noen tegninger og ikke grunn for trekkrettighet. Derfor slo ikke hensynet til investorbeskyttelse ved trekkrettighet inn. Informasjonsbehovet ble oppfylt ved børs meldingene, og aksjen var gjenstand for ordinær omsetning. Siden selskapet sendte børs meldinger fikk man ikke den ekstra kontrollen ved prospektmyndighetens godkjennelse av tilleggsprospekt.

Da Odfjell Drilling Ltd. skulle børsnoteres i september 2013 ble det sendt en børs melding.<sup>153</sup> Der stod det at selskapet selv hadde vedtatt børsnotering og at det hadde søkt om opptak på Oslo Børs. Det ble angitt forventet noteringsdag på Oslo Børs, antall aksjer og et prisintervall for aksjene og opplyst at transaksjonsprisen kunne ende over eller under intervallet. I børs meldingen ble det uttalt at prospektet ble forventet å skulle bli publisert tre dager etter børs meldingen. Det ble tatt forbehold om godkjennelser, og gitt informasjon om når og hvor pro-

---

<sup>147</sup> Fortalen til markedsmisbruksdirektivet punkt (44) slår fast at direktivet respekterer EMK artikkel 10 om ytringsfrihet.

<sup>148</sup> Comrod ASA. Hentet fra internett 13. august 2014: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=333370>

<sup>149</sup> Comrod ASA. Hentet fra internett 13. august 2014: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=333384>

<sup>150</sup> Fra internett 12. august 2014: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=333106&searchCriteria.fromDate=12.08.2010&searchCriteria.toDate=12.08.2013&searchCriteria.issuerSign=NOM>

<sup>151</sup> Fra internett 12. august 2013: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=333110&searchCriteria.fromDate=12.08.2010&searchCriteria.toDate=12.08.2013&searchCriteria.issuerSign=NOM>

<sup>152</sup> Fra internett 12. august 2014: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=333223&searchCriteria.fromDate=12.08.2010&searchCriteria.toDate=12.08.2013&searchCriteria.issuerSign=NOM>

<sup>153</sup> I meldingen stod det at den blant annet ikke skulle distribueres i USA

spektet ville bli tilgjengelig. Selskapet ble beskrevet med om lag fire setninger. Deretter fulgte en ansvarsfraskrivelse om at børsmeldingen ikke var del av et aksjesalg.<sup>154</sup> En slik melding inneholder kanskje det som vil anses relevant for en investor som skal vurdere transaksjonen, men den oppfyller ikke de lovpålagte kravene til informasjon i et prospekt.<sup>155</sup> På slutten av meldingen ble det vist til verdipapirhandelloven § 5-12 om offentliggjøring av opplysninger.

Denne saken er også et eksempel på at det i privat norsk praksis er sendt børsmeldinger om tegningsinteressen ved «Odfjell Drilling IPO - Status of Bookbuilding»:

The Joint Bookrunners in the Offering have registered orders such that the Offering is oversubscribed within the indicative price range. The Offering has attracted strong investor interest since the books opened on 16 September 2013 and continues to see significant interest from both international and domestic investors.<sup>156</sup>

Det ble ikke sendt tilleggsprospekt, noe som kan oppfattes slik at man ikke har ansett terskelen for tillegg som overtrådt. Terskelen for når det skal sendes børsmelding ser altså ut til å være oppfattet som lavere enn terskelen for når det skal sendes tilleggsprospekt.

#### **4.10 God forretningsskikk ved tilleggsprospekt**

Man kan spørre om verdipapirhandelloven § 3-9 om god forretningsskikk og forbud mot urimelige forretningsmetoder gir momenter til vurderingen av om det skal sendes tilleggsprospekt. Høyesterett har behandlet bestemmelsene i verdipapirhandelloven § 3-9 første og andre ledd samlet, en fremgangsmåte som også velges her.<sup>157</sup> Kravet til god forretningsskikk er en særnorsk regulering. Bestemmelsen står i verdipapirhandelloven del 2 «Generelle bestemmelser» og kapittel 3 «Generelle atferdsbestemmelser». Disse overskriftene tyder på at bestemmelsen også skal få anvendelse på resten av loven, blant annet § 7-15 om tilleggsprospekt.

Etter § 3-1 første ledd første punktum gjelder kapittel 3 for «finansielle instrumenter som er eller søkes notert på norsk regulert marked». Denne ordlyden tilsier at bestemmelsen får anvendelse på selskaper som er notert på norsk børs eller selskaper som er på vei mot norsk notering, enten selskapet er registrert i Norge eller i utlandet.

---

<sup>154</sup> Newsweb, fra internett 13. september 2014: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=335757&searchCriteria.fromDate=13.09.2010&searchCriteria.toDate=13.09.2013>

<sup>155</sup> Verdipapirhandelloven § 7-13 første ledd

<sup>156</sup> Newsweb, Oslo Stock Exchange notice: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=336106> fra internett 19. september 2014

<sup>157</sup> Rt. 2008 s. 897 på avsnitt 34



Det er et unntak i § 3-1 første ledd andre punktum for § 3-9, der den også gis anvendelse på finansielle instrumenter som «ikke er eller søkes notert på norsk regulert marked». Det betyr etter ordlyden at bestemmelsen får anvendelse på transaksjoner i ikke-noterte verdipapirer og på verdipapirer notert på utenlandsk børs. Hensyn til suverenitet taler for at man tolker inn en begrensning til norsk jurisdiksjon.

Andre ledd i verdipapirhandelloven § 3-9 har teksten «henvendelser [...] som ellers har til formål å fremme handel». Denne ordlyden må språklig tolkes slik at den omfatter de meldinger som utsteder sender ut i forbindelse med transaksjonen. For eksempel vil børsmeldinger i tegningsperioden og tilleggsprospekt være underlagt kravet om god forretningsskikk.

Første ledd i § 3-9 har forbud mot «urimelige forretningsmetoder» og retter seg mot «handel i finansielle instrumenter». Spørsmålet blir om tilleggsprospekt går under betegnelsen «handel». En naturlig språklig forståelse av «handel» er avtaleslutning om kjøp og salg. Tilleggsprospekt er i utgangspunktet ikke en slik avtaleslutning, men den konkrete situasjonen er en tegningsperiode, og tilleggsprospektet sikter på å rette opp i en ubalanse som er oppstått i kontraktsforholdet. Til tross for at det ikke gjelder den konkrete avtaleslutningen, er tilleggsprospekt en del av den mer sammensatte prosessen når selskapet søker ny finansiering.

Hensyn til sammenheng i lovverket taler også for å anse tilleggsprospekt som en del av «handel». Det er spesielt trekkrettigheten som utløses av tilleggsprospekt som taler for at det gjelder avtaleslutning, se punkt 5.8 nedenfor.<sup>158</sup> Beskyttelseshensynet som ligger bak forbudet mot urimelige forretningsmetoder er et argument for å inkludere handlinger og utelatelser i tegningsperioden. Dette tilsier at tilleggsprospekt faller under «handel» og at forbudet mot urimelige forretningsmetoder kommer til anvendelse ved tillegg til prospekt.

I verdipapirhandelloven § 3-9 andre ledd er det krav til god forretningsskikk og i § 3-9 første ledd er det forbud mot «urimelige forretningsmetoder». Ordlyden «forretningsmetoder» refererer til typer av handlinger. Språklig sett angir lovens tekst et vidt begrep, på den måte at både enkelthandlinger og system i handlingene over tid rammes. Dette tilsier at enkelte tilleggsprospekt kan rammes. Praksis som utøves over tid kan også falle under begrepet. Ordlyden «urimelige» taler for at det gjelder en skjønnsmessig bestemmelse der terskelen er høy.

Forarbeidene til verdipapirhandelloven av 2007 nøyter seg med å vise til at verdipapirhandelloven § 3-9 «viderefører verdipapirhandelloven §2-9».<sup>159</sup> Denne hadde samme ordlyd, og ble i

---

<sup>158</sup> Verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd

<sup>159</sup> Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) til § 3-9

forarbeidene drøftet i kapittel 12.<sup>160</sup> Her anså departementet at «bestemmelsen gir uttrykk for et viktig prinsipp som er vel innarbeidet i verdipapirmarkedet».<sup>161</sup>

I Rt. 2008 s. 897 var det blant annet tiltale for urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter. Høyesterett opphevet lagmannsrettens domfellelse fordi forsettet ikke var tilstrekkelig bevist. Man kunne ikke legge til grunn at siktede hadde kjennskap til feil ved estimerer for pris, jfr. avsnitt 38 i dommen. Det ser ut til at Høyesterett tolket inn et vilkår om villedning. Vilkåret virker til gunst for tiltalte, og var dermed ikke i strid med legalitetsprinsippet. Det kan ha sammenheng med at det bare var grov eller gjentatt overtredelse som ble straffet, jfr. den gjeldende verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 6 med ordlyden «grov eller gjentatte ganger». Høyesterett viste til begge leddene i det som tilsvarende dagens verdipapirhandelloven § 3-9 og sluttet seg til tidligere bemerkninger fra Høyesterett i Rt. 2008 s. 879 avsnittene 39-41. For regelen om tilleggsprospekt ser det ut til at det må være et element av villedning før det er strid med god forretningsskikk.

Rt. 2008 s. 879 gjaldt manipulasjon av aksjekurser og urimelige forretningsmetoder.<sup>162</sup> Den frifinnende dom fra lagmannsretten ble opphevet på bakgrunn av utilstrekkelig begrunnelse. I avsnitt 39-41 kommer det frem at formålet er å sikre tilliten til markedet. Den må «[...]leses i sammenheng[...]», noe som ser ut til å referere til en helhetlig vurdering. Dommen angir retningslinjer ved at momenter som partenes profesjonalitet og eventuell notering på en regulær markeds plass skal tillegges vekt. For tilleggsprospekt vil momentene profesjonalitet og notering vanligvis være oppfylt. Det innebærer en strengere norm for tilleggsprospekt enn for tilfellet i Rt. 2008 s. 879, der det var handel mellom private i unoterte aksjer. Gjentakelse var ikke et skjerpende element i saken, siden det ble ansett som et sammenhengende forhold (avsnitt 41). Gjentakelse vil vanligvis ikke være et moment for styret i et selskap som gjennomfører en enkeltstående emisjon. Det kan komme inn som et skjerpende moment for tilretteleggere som har vært i tegningsperioder der tilleggsprospekt har vært aktuelt tidligere.

Høyesterett uttalte at god forretningsskikk er en rettslig standard.<sup>163</sup> Den rettslige standarden kan ikke anvendes mekanisk, siden den er gitt uten faste tilknytningspunkter og må gi rom for en individuell tilpasning i hvert tilfelle.<sup>164</sup> I tillegg til signaler fra lovgiver, må formål og interesser klarlegges for å finne innholdet av den rettslige standarden. Avgjørelser fra «kompet-

---

<sup>160</sup> Den tidligere verdipapirhandelloven 1997 § 2-9

<sup>161</sup> Ot.prp.nr.12 (2004-2005) punkt 22.1, jfr. kapittel 12

<sup>162</sup> Det er to relevante dommer i Rt. 2008 på sidene 897 og 879

<sup>163</sup> Rt. 2008 s. 879 avsnitt 39

<sup>164</sup> Knoph (1939) s. 5

ente sosiale instanser» kan også bidra til å finne innholdet i god forretningsskikk,<sup>165</sup> for eksempel uttalelser fra bransjeorganer som det etiske rådet til Verdipapirforetakenes forbund.<sup>166</sup> Hvis det er forskjeller i informasjon, og det påstås at disse forskjellene er utnyttet, kan det tyde på at en slik standard er overtrådt.<sup>167</sup>

Man kan spørre om det er en etisk plikt til å informere. Moral refererer til et gjeldende miljøoppfatning av hva som anses som godt eller ondt og hva som er rett eller galt. Etikk er læren om moralen. Utsteder får en moralsk plikt til å informere selv ved små endringer. Det følger av at det er stor forskjell i tilgang på opplysninger, og at virkningen kan være inngripende for en investor. Det vil neppe være noen moralsk plikt til å informere der det ikke tyder på priseffekter. I et etisk perspektiv kan det sies at regelen om tilleggsprospekt har en lav terskel som fanger opp det moralske ansvaret om å informere de som blir påvirket av den nye informasjonen. Trekkrettigheten som følger med tilleggsprospektet sørger for at konsekvensene blir forsvarlig fordelt. Samlet sett kan dette tyde på at informasjonsutjevning med tilleggsprospekt om tegningsinteresse kan anses som god forretningsskikk.

#### 4.11 Er tegningsinteressen en «omstendighet»?

Man kan spørre om stor kjøpsinteresse i den aktuelle transaksjonen kan utløse tillegg til prospekt. *Tegningsinteressen* refererer til den samlede bestilling av verdipapirer i en konkret transaksjon. Man kan angi tegningsinteressen som prosent av det tilbudte beløpet i transaksjonen. En tegningsinteresse som er større enn hundre prosent betyr at transaksjonen er overtegnet. Da må det foretas en avkortning når man skal tildele verdipapirer til de enkelte investorene.

Ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 er «[e]nhver ny omstendighet[...] som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene».<sup>168</sup> En naturlig språklig forståelse av denne ordlyden tilsier at priseffekten er oppfylt for tegningsinteresse. Det kritiske spørsmålet blir om tegningsinteressen regnes som en ny omstendighet.

I EU-kommisjonens forordning artikkel 2 bokstav h er økt nominell størrelse av transaksjonen et av minimumstilfellene. Forordningens fortale har teksten «(13) An increase of the aggregate nominal amount of an offering programme provides information on issuers' necessity for

---

<sup>165</sup> Knoph (1939) s. 32

<sup>166</sup> Fra internett 22. januar 2015: <http://www.vpff.no/Etisk-raad/Behandlede-klagesaker>

<sup>167</sup> NOU 6:213 punkt 13.6.3

<sup>168</sup> Fra internett 18. mars 2015: <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%207589%202014%20INIT>

financing or an increase in demands for the issuers' securities». Dette kan språklig sett tolkes slik at når tegningsinteressen leder til økt emisjonsbeløp, så må det sendes tilleggsprospekt.

Etter verdipapirhandelloven § 1-1 er det et overordnet formål å legge til rette for at handelen i finansielle instrumenter skal være «sikker, ordnet og effektiv». En språklig tolkning tilsier at dette er idealer på den måten at de kan tilstrebes, men at de ikke kan oppnås. De er også etter en språklig forståelse i delvis konflikt fordi den største sikkerhet vil gå på bekostning av effektiviteten. Ordet «ordnet» kan språklig tillegges den mening at det skal være en ryddig og forutsigbar fremferd fra de som kjøper og selger. Nærmere bestemt kan man undersøke hvordan tegninger behandles og prising gjennomføres. Et kriterium kan være om det er en stabilitet i prisingsmekanismen. Da vil man få det samme utfallet når fremgangsmåten gjentas flere ganger og på forskjellige tidspunkt. Dersom det er trekk ved prisingsmekanismen som bidrar til forsterkning av priseffekter til visse tider, vil det være vanskelig å si at markedet er ordnet. Dette taler for at det ikke bør åpnes for å melde fra om tegningsinteressen.

Selv om tegningsinteressen er et resultat av utenforstående kjøperes beslutning, har etterspørsel etter verdipapirer i en bestemt transaksjon et element av å ha oppstått i selskapet selv. Hvis etterspørselen øker, betyr det at selskapet verdsettes høyere av investorene. Disse reelle hensynene kan gi bidrag i drøftelsen, men de løser ikke spørsmålet om tegningsinteressen er en ny omstendighet.

Formålet om å sikre selskapene effektiv drift er et moment til fordel for at det må være en viss terskel i hva som regnes som omstendighet. Det er fordi det utløser en plikt til å bruke ressurser på å lage tilleggsprospekt og gi trekkrettighet. Dette kan tilsi at tegningsinteressen ikke er å regne som en ny omstendighet.

EU-domstolen har understreket at man må tolke en regel i sin kontekst.<sup>169</sup> Konteksten kan forstås som den faglige, stedlige, personelle eller tidsmessige sammenheng som gjør at regelen blir aktuell å bruke. For regelen om tilleggsprospekt vil helheten rundt transaksjonen være sentral. Spesielt vil korte tidsfrister, store beløp og grenseoverskridende element være fremtredende når man er i tegningsperioden. Den relevante konteksten er en tidsperiode der det bringes ny finansiering til selskapet.<sup>170</sup> I en slik tegningsperiode er både utsteder og investorer opptatt av om transaksjonen er vellykket, eller om den må trekkes. Det er naturlig siden god tegning vil gi ny finansiering og muligheter for å realisere påtenkte prosjekter. Manglende

---

<sup>169</sup> ECJ Costa mot ENEL 1964 fra internett 16. oktober 2014: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61964CJ0006:EN:PDF> s. 7

<sup>170</sup> Tegningsperioden fremgår av en implisitt referanse, og er ikke uttrykkelig nevnt i teksten, sml. Koflaath (2004) s. 471

tegning vil gjøre transaksjonen umulig, og det kan lede til at selskapet må innskrenke driften. Dermed er tegningsinteressen en størrelse som mange er opptatt av. I en tegningsperiode vil ledelsen sjelden sette i verk tiltak som utløser tilleggsprospekt. For eksempel vil ledelsen neppe begynne et oppkjøp, spesielt siden man vet at et tilleggsprospekt utløser trekkrettighet i transaksjonen. Det som kommer av negative hendelser har ledelsen ekstra grunner til å holde tilbake, men her slår plikten til å offentliggjøre tilleggsprospekt og børsmelding inn.

Det er ikke andre krav i den detaljerte prospektreguleringen enn å informere om hovedaksjonærene.<sup>171</sup> Selv om store tegninger vil gi endringer i hovedaksjonærene etter tildeling, vil tegningsinteressen ikke anses som en endring i denne delen av prospektet. Tegningsinteressen kan sees på som en størrelse som ikke er konkretisert, siden det er en samling av marginal betalingsvilje som viser seg som etterspørsel i et marked. Samtidig er størrelsen konkret siden det foreligger tegninger fra navngitte kjøpere i en pågående transaksjon. Det er dermed ikke klart om tegningsinteresse er omfattet av direktivets tekst.

EU-kommisjonen har behandlet spørsmålet om hvor mye informasjon utsteder kan ta med ut over det som er påkrevet i et prospekt. Adgangen til å ta med ytterligere informasjon følger av fortalen til kommisjonsforordningen 809/2004 som gjennomfører prospektdirektivet punkt 5 første punktum. Begrensningen i andre punktum er at tilleggsinformasjonen «should be appropriate to the type of securities or the nature of the issuer involved».<sup>172</sup> En naturlig tolkning av denne teksten er en begrensning ut fra relevans for verdipapirene og utstederselskapets art. Det blir likevel ikke klart etter denne teksten om tegningsinteresse kan inkluderes.

I en EU-rettslig tolkning står formålet sentralt. Et formål med selve prospektdirektivet, slik ESMA har uttrykt det, er å harmonisere prospektreglene for EU/EØS-landene.<sup>173</sup> Det gjøres slik at selskapene skal slippe forsinkelser og kostnader ved å måtte få godkjent et prospekt i flere land. Hensynet til at selskapet skal ha en effektiv transaksjon kan sies å være av liten betydning for om det skal sendes melding om tegningsinteressen. Det kan bli et større antall tegninger, men neppe noen stor ekstra arbeidsbyrde. Et annet formål med harmoniseringen er at investorene skal få et mer konsistent grunnlag for å vurdere de forskjellige aksjerelaterte tilbudene på tvers av europeiske grenser. Disse hensynene taler for at det bør være klart om tegningsinteresse regnes som ny informasjon, men ikke for hvilken løsning av børsmelding og tilleggsprospekt som bør velges. Formålet med å beskytte investorene er et argument for at

---

<sup>171</sup> Vedlegg I til prospektforordningen, punkt 18: «Major shareholders»

<sup>172</sup> Kommisjonsforordning 809/2004 fortalens punkt 5. Denne er norsk forskrift FOR-2005-12-09-1422

<sup>173</sup> Fra internett 24. mars 2015: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-594\\_19th\\_version\\_qa\\_document\\_prospectus\\_related\\_issues\\_may\\_2013.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-594_19th_version_qa_document_prospectus_related_issues_may_2013.pdf) punkt I.1

selskapet ikke bør holde tilbake informasjon om tegningsinteressen. Det taler for at selskapet bør informere om stor tegningsinteresse med børsmelding og eventuelt et tilleggsprospekt. Trekkrettigheten er en del av investorbeskyttelsen og den vil neppe bli mye brukt i slike situasjoner, siden stor kjøpsinteresse er til gunst for de som har tegnet seg.<sup>174</sup> På den annen side kan transaksjonens pris bli satt høyere når det blir gitt informasjon om stor tegningsinteresse, eller man kan få lavere tildeling, og det kan gi investorene incentiver til å benytte trekkrettigheten.

De interesser som eksisterende aksjonærer og tilretteleggere kan ha av å få inn mange nye tegnere er ikke fremhevet som et formål i lovgivningsprosessen. Selv om det kan være en drivende del av transaksjonen, er det ikke sikkert at dette er en beskyttelsesverdig interesse holdt opp mot interessene til de som tegner seg. Det finnes hensyn til å beskytte markedets funksjon som ikke er uttrykkelig behandlet i direktivet. Disse hensynene kommer frem dersom man undersøker den reguleringen som Storbritannia hadde tidligere. I juridisk teori<sup>175</sup> er det fremhevet at adgangen til å trekke seg<sup>176</sup> var en stor fordel for investorene, men at den måtte utøves med store krav til hurtighet.<sup>177</sup> Begrunnelsen må ha vært å hindre en tegner som vil utsette å påberope seg rettigheten. Da kunne tegneren fått en fordel ved vente for å se om markedet gikk i en fordelaktig retning. Et slikt krav om hurtighet må også bygge på at resten av markedet fungerer best dersom tvister blir avklart raskt. I tillegg er det et gunstig dynamisk element ved at markedets aktører vet at tvister blir raskt avklart. Når aktørene vet dette, tør de stole på at markedet fungerer, og da tør de gjøre sine disposisjoner fritt, slik at prisingen virker og markedet blir effektivt.

Åpenhet om tegningsinteressen kan i en viss forstand fremme effektiviteten. Klarhet rundt spørsmålet om hvordan tegningsinteressen skal behandles kan fremme forutberegneligheten. Et hensyn til effektivitet kan også tilsi at tidlige tegnere skal få behandlet sine tegninger med konfidensialitet. Da vil det bli en ordning aktørene vet at de kan stole på, slik at de gjør sine disposisjoner uten begrensninger.

Blant faktorene som kan utløse tilleggsprospekt, kan man se for seg en stadig utvidelse av anvendelsesområdet. Dette ville være i tråd med en dynamisk tolkning i tråd med EU-domstolens metode. Tegningsinteressen kunne være en aktuell kandidat for en slik utvidet

---

<sup>174</sup> Under forutsetningen alt annet like

<sup>175</sup> Ferran (1999) s. 588 flg.

<sup>176</sup> «rescission»

<sup>177</sup> «[E]xtreme promptness» som i en dom Ferran (1999) siterer *Smith New Court Securities Ltd v Scrimgeour Vickers (Asset management) Ltd* (1997) AC 254, HL, 262 per Lord Browne-Wilkinson

anvendelse. For å undersøke om det ville være ønskelig å offentliggjøre tilleggsprospekt om tegningsinteressen, kan man foreta en rettsøkonomisk analyse. En tegningsmelding kan sies å være ønskelig av de som deltar i transaksjonen, og dermed sees på som en forbedring. For å være en paretoforbedring kan det imidlertid ikke være noen berørte personer som blir stilt dårligere.<sup>178</sup> Tidlige tegnere som får dårligere tildeling og/eller må betale høyere pris, kommer i en forverret stilling etter en tegningsmelding. Hvis det finnes slike, vil ikke tegningsmelding fremme effektiviteten i snever forstand. Da vil det å åpne for å offentliggjøre tilleggsprospekt om tegningsinteressen ikke fremme integrering av markedene. Det kan likevel tenkes at det skapes et samlet overskudd for de som ønsker tegningsmelding som overstiger det som skulle til for å kompensere de som taper på tegningsmeldingen.<sup>179</sup>

Man kan spørre seg hva ulike aktører ville foretrekke i transaksjonsperioden og undersøke dette som konsekvensbetraktninger. For eksempel kan det være sendt ut et prospekt og levert inn et sett av tegninger, der tegningsinteressen kan være stor eller liten. Anta så at utsteder skal ta stilling til om det skal sendes melding om tegningsinteressen. En spillteoretisk analyse viser at de som er involvert i transaksjonen har interesse av at det sendes en melding om tegningsinteressen.<sup>180</sup> Det blir en positiv ekstern virkning av at det sendes ut en slik melding. Denne går på bekostning blant annet av de som tegnet tidlig under antakelse om at det var lukket informasjon om de tidlige tegningene. I neste transaksjon kan det hende at de som hadde tenkt å tegne seg tidlig utsetter dette, siden deres tegninger kan benyttes til å få flere tegnere til høyere kurser. På sikt vil slik nøling hos tidlige tegnere gjøre prisingsmekanismen mer usikker, siden den ikke vil reflektere marginal betalingsvilje for transaksjonen. Dette kan stride med de overordnede krav til ordnet og sikker handel som følger av verdipapirhandelloven § 1-1. I slike tilfeller vil taushetsplikt for tilrettelegger og beskyttelse av de tidlige tegnerne veies mot effektivitetsgevinstene ved åpenhet om tegningsinteressen. I Renewable Energy Company ASA sin børsintroduksjon,<sup>181</sup> Aker Yards ASA,<sup>182</sup> Morpol ASA,<sup>183</sup> Gjensidige Forsikring ASA<sup>184</sup> og Odfjell Drilling ASA ble det sendt børs melding om tegningsinteressen. I disse tilfellene ble det ikke utarbeidet tilleggsprospekt.

---

<sup>178</sup> Eide og Stavang (2008) s. 109

<sup>179</sup> Eide og Stavang (2008) s. 46

<sup>180</sup> Sandtorv (2007) s. 36

<sup>181</sup> Sandtorv (2007) s. 3

<sup>182</sup> Evjen m.fl. punkt 3.1

<sup>183</sup> Morpol ASA (2010) s. 25-26

<sup>184</sup> Oslo Børs Newsweb fra internett 15. oktober 2014: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=272046&selectedPageNumber=10&searchCriteria.fromDate=15.10.2010&searchCriteria.toDate=15.10.2013&searchCriteria.issueId=11217&searchCriteria.issueSign=GJF>

I tegningsperioden til Aker Drilling ASAs børsnotering ble det sendt børs melding om at tegningsboken var overtegnet i et nytt og høyere prisintervall. Grunnen var sterk interesse fra investorer. Det ble meldt at morselskapet hadde levert en tegning på om lag 40 % av aksjene i transaksjonen. Tegningen for institusjonelle ville bli avsluttet noe mer enn to timer senere.<sup>185</sup> I et slikt tilfelle ville det ikke være tid til å få utarbeidet, godkjent og sendt ut tilleggsprospekt. Oppgjørstekniske hensyn tilsier at to dagers trekkrettighet ville skapt problemer ved gjennomføringen av transaksjonen.

Man kan spørre om interessen for aksjene i en konkret transaksjon kan være omfattet av retningslinjene om prospektets informasjon i verdipapirhandelloven § 7-13 første ledd første punktum. Tegningsinteressen gjelder verdipapirene som tilbys, men ikke spesielt «arten av» de. Det kan sies å være «særlige forhold», men kanskje ikke «hos tilbyder». Det er derimot trekk ved fellesskapet av investorer som leder til en samlet etterspørsel etter selskapets aksjer. Disse to momentene ved ordlyden taler mot at stor tegningsinteresse skal lede til at det må sendes ut tilleggsprospekt. Resultatet blir at ordlyden tolkes innskrenkende på bakgrunn av lovens system, reelle hensyn og privat praksis, slik at gjeldende rett ikke anser tegningsinteresse som en «omstendighet» ved spørsmålet om det skal sendes tilleggsprospekt etter verdipapirhandelloven § 7-15.

## **5 Krav til utforming av tillegg til prospekt**

### **5.1 Plikt til å utarbeide tilleggsprospekt**

Man kan spørre om utsteder har en plikt til å utarbeide tilleggsprospekt. Når inngangsvilkårene for tilleggsprospekt i verdipapirhandelloven § 7-15 er oppfylt, inntreffer flere virkninger som drøftes i dette kapitlet, se vedleggets figur 2.<sup>186</sup> Ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum er «skal fremgå av et tillegg til prospektet». En naturlig språklig forståelse av denne teksten er at det er en pliktnorm ved ordet «skal», men at selve utarbeidelsen ikke er uttrykkelig nevnt. Det er etter ordlyden ikke et nytt og selvstendig prospekt som skal utarbeides, men et «tillegg» til det opprinnelige prospektet. Leses verdipapirhandelloven kapittel 7 i sammenheng, ser man at § 7-15 står i underkapittel «IV Utforming av prospekt». Der er det bestemmelser om opplysninger i et prospekt i § 7-13 og utforming av prospekt i § 7-14. Dermed fremgår det av loven lest i sin sammenheng at det er en plikt for utsteder til å utarbeide tilleggsprospekt når vilkårene i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum er oppfylt.

---

<sup>185</sup> Aker ASA børs meldinger, fra internett 15. oktober 2014: <http://eng.akerasa.com/News-Media/Stock-exchange-releases/Update-on-NOK-3.6-billion-USD-600-million-initial-public-offering-for-Aker-Drilling-ASA>

<sup>186</sup> Se vedleggets figur 2: Tilleggsprospekt som koblingsord



## 5.2 Fremgangsmåten når man utarbeider tilleggsprospekt

Spørsmålet er hvilke krav reguleringen stiller til fremgangsmåten når man utarbeider tilleggsprospekt. Ordlyden «tillegg» i verdipapirhandelloven § 7-15 leder til et krav til at det utarbeides et selvstendig dokument. Det støttes av direktivets engelske tekst «a supplement».<sup>187</sup> Tolket ut fra sammenhengen kunne man tenke seg at det nye meningsinnholdet ble tilfredsstillende formidlet med et oppdatert prospekt. Det er imidlertid hensyn til investorbeskyttelse som tilsier at den nye informasjonen kommer klarere til uttrykk dersom den spesifiseres i et selvstendig tillegg. Da spares investorer for å sette seg inn i det fullstendige prospektet på ny, og den relevante endringen blir lettere tilgjengelig.

Ettersom ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum er «tillegg» og konteksten er at det er sendt ut et opprinnelig prospekt, må tillegget inneholde referanse til hvilket prospekt det gjøres tillegg til.

Nattopharma ASA sendte et tilleggsprospekt der det gjentok en børsmelding som handlet om at et patent var inndratt, og at det var endring av långiver for den kortsiktige delen av forpliktelsene, se punkt 5.8 nedenfor.<sup>188</sup> Ved dette tilfellet illustreres fremgangsmåten med først å sende børsmelding om patenttapet for så å offentliggjøre tilleggsprospekt. Hvis det var investorer som tegnet seg etter børsmeldingen, men før offentliggjøringen av tilleggsprospektet, ville disse fått trekkrettighet. Endret långiver er en annen faktor enn inndratt patent. Det er ikke lett for en utenforstående å klarlegge om endret långiver alene eller i kombinasjon med børsmeldingen, ble ansett som å utløse pliktig tillegg.

Den svenske lovens formulering av hva som skal fremgå i et tilleggsprospekt er mer utførlig ved at det skal tas inn i eller rettes i et tillegg.<sup>189</sup> Da kommer forskjellen mellom ny omstendighet på den ene siden og feil eller unøyaktighet på den andre siden tydelig frem. Slutninger fra den svenske loven har imidlertid liten vekt i norsk rett.

Fremgangsmåten når man skal bruke referanser finner man ved å lese prospektdirektivet i sammenheng, jfr. artikkel 11. Hvis det gjelder en korrigering, må differansen fra det originale dokumentet fremgå. Er det tale om nye begivenheter, kan disse tale for seg selv. Likevel kan det bli endringer, for eksempel i et forventet resultat som er nevnt i prospektet. Da må det nye forventede resultatet behandles i tillegget.

---

<sup>187</sup> Prospektdirektivet artikkel 16 nr. 1 første punktum

<sup>188</sup> Oslo Børs Newsweb fra internett 15. oktober 2014: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=294707&selectedPageNumber=4&searchCriteria.fromDate=15.10.2010&searchCriteria.toDate=15.10.2013&searchCriteria.issuerSign=NATTO>

<sup>189</sup> Svensk lag om handel med finansielle instrument § 34 første ledd, se vedlegg

Man kan spørre om tillegget skal ha en oppdatert verdivurdering av selskapet. Formålet investorbeskyttelse kunne tale for en slik tolkning, og i rapportene til en del skips- og eiendomsselskaper er det vanlig å ta med verdijustert nettoverdi av eiendelen som markedsverdi minus gjeld. Likevel er det ikke vanlig at selskapet selv gir anslag av det de oppfatter som underliggende verdier til forskjell fra selskapets prising på børsen. Et slikt anslag av egen verdi vil ha subjektive sider, og det er en vanlig oppgavefordeling at prisingen overlates til markedet ved investorer og analytikere. Det er ikke krav til verdivurderinger i opprinnelige prospekt, og da kan det heller ikke tolkes inn en plikt til å ta det med i et tillegg.<sup>190</sup>

I et prospekt skal det være et sammendrag, og ved ny informasjon må utsteder vurdere hvordan endringene skal innarbeides.<sup>191</sup> Teksten i prospektdirektivet artikkel 16 første ledd siste punktum stiller krav til oppdatering også av sammendrag eller oversettelser av disse.<sup>192</sup> Det kan lages et nytt sammendrag, eller det kan utarbeides et tillegg til det eksisterende sammendraget. Hvis det brukes et nytt sammendrag, må det etter prospektforordningen artikkel 27.7 være lett for investorene å finne endringene, for eksempel ved bruk av fotnoter.<sup>193</sup>

Reguleringen stiller altså krav til at et tilleggsprospekt skal være selvstendig og ha referanser til det originale prospektet, men det trenger ikke ha med noen verdivurdering av den nye informasjonen.

### **5.3 Fallerplikten bort hvis emisjonen trekkes?**

Hvis utstедers styre bestemmer seg for å trekke tilbake transaksjonen, kan man spørre om plikten til å offentliggjøre tilleggsprospekt faller bort. Anta at det er offentliggjort prospekt og at man er i tegningsperioden. Det kan være markedsforhold som gjør at utsteder anser det som uoppnåelig å få fullført transaksjonen, eller transaksjonsprisen ser ut til å bli satt for lavt til at utstедers styre vil gjennomføre kapitalinnhenting. Etter ordlyden i verdipapirhandeloven § 7-15 første punktum «tidspunktet for godkjenningen av prospektet og tidspunktet for akseptperiodens utløp eller opptaket til notering» er man fremdeles i transaksjonsperioden selv om emisjonen blir trukket.

Når «prospektet» er omtalt i verdipapirhandeloven § 7-15 første punktum, er en naturlig språklig forståelse at det må være et gjeldende prospekt. Det er et argument som får stor gjen-

---

<sup>190</sup> Verdipapirhandeloven § 7-13 første ledd

<sup>191</sup> Prospektdirektivet artikkel 5 nr. 2 andre punktum

<sup>192</sup> « The summary, and any translations thereof, shall also be supplemented, if necessary, to take into account the new information included in the supplement.»

<sup>193</sup> Kommisjonsforordning 809/2004 artikkel 27.7 på side 17

nomslagskraft, og slutningen er at det må være et gjeldende prospekt for at regelen om tilleggsprospekt kommer til anvendelse. Tolkningsresultatet blir at plikten til å sende tillegg faller bort når emisjonen trekkes.

I norsk privat praksis finnes det et eksempel der det var planlagt en reparasjonsemisjon, men markedskursen var falt under prisen i transaksjonen. Selskapet sendte en børsmelding under overskriften «Approved prospectus».<sup>194</sup> Reparasjonsemisjonen ble imidlertid trukket på grunn av markedsforholdene.<sup>195</sup>

Renewable Energy Company ASA sendte tilleggsprospekt da selskapet besluttet å innstille finansieringen av sin produksjon på Glomfjord og Herøya. Det ser ikke ut til at det ble informert om trekkrettighet i dette tilleggsprospektet, noe som kanskje kan forklares med at hele transaksjonen ble tilbakekalt.<sup>196</sup> Dette reiser spørsmålet om man med bakgrunn i reelle hensyn kan tolke inn en adgang til å utelate trekkrettighet når man har bestemt at hele kapitalutvidelsen avbrytes. Hvis det likevel kommer inn tilstrekkelig tegningsinteresse, kunne selskapet oppfatte det som en mulighet til likevel å oppnå finansiering. I slike tilfeller kunne tegnere bli stilt i en vanskelig stilling dersom de ble tildelt aksjer til tross for planlagt avbrytelse etter tilleggsprospektet. Dette kan reise spørsmål om styrets erstatningsansvar dersom man planla å avbryte transaksjonen og derfor ikke ga investorene trekkrettighet.

Rimelighetsbetraktninger tilsier at plikt til å offentliggjøre tillegg faller bort etter at emisjonen er annonsert som bortfalt. Lovens ordlyd taler for at det skal utarbeides tillegg helt frem til utløpet av tegningsperioden. En løsning der prospektmyndigheten får beskjed om trukket emisjon og godkjenner meldingen før utsendelse kunne de lege ferenda være en løsning som både ivaretar hensyn til investorbeskyttelse og selskapenes adgang til en effektiv tilpasning i markedene.<sup>197</sup>

Tolkningen tilsier at plikten til å sende tillegg faller bort hvis det offentliggjøres at emisjonen trekkes, spesielt hvis det er godkjent av prospektmyndigheten.

---

<sup>194</sup> Omtalt som et «listing prospectus»

<sup>195</sup> Oslo Børs NewsWeb fra internett 4. februar 2015: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=344940>

<sup>196</sup> Oslo Børs Newsweb fra internett 15. oktober 2015: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=310642&selectedPageNumber=4&searchCriteria.fromDate=15.10.2010&searchCriteria.toDate=15.10.2013&searchCriteria.issuerSign=REC>

<sup>197</sup> Verdipapirhandelloven § 1-1

#### 5.4 Utsteder skal oppnå godkjenning fra myndighetene

I det følgende er spørsmålet hva som er det rettslige innholdet av regelen om godkjenning av tilleggsprospekt. Godkjenning er en virkning av ny informasjon i tegningsperioden, og samtidig er godkjenning et vilkår for et gyldig tilleggsprospekt. Etter verdipapirhandelloven § 7-15 andre punktum skal tillegget «godkjennes i samsvar med § 7-7». En naturlig språklig forståelse av ordlyden tilsier at det er plikt til å oppnå godkjenning før tillegget offentliggjøres, jfr. § 7-7 andre ledd. Det innebærer at tillegg til prospekt må utarbeides og sendes til prospektmyndigheten ved Finanstilsynet.<sup>198</sup> <sup>199</sup> Ordinær prospektkontroll har etter et børssirkulære fra 2006 en saksbehandlingsfrist<sup>200</sup> på fem<sup>201</sup> arbeidsdager for første tilbakemelding, men det er ikke gitt noen frist for hvor lang tid godkjenningen vil ta. Dette er imidlertid en uttalelse før den gjeldende verdipapirhandelloven av 2007 ble vedtatt. Kontrollen av tilleggsprospekter vil ifølge samme rundskriv normalt gjennomføres på kortere tid enn en ordinær prospektkontroll.<sup>202</sup>

Direktivet har satt en frist på syv dager for godkjenning av tilleggsprospekt.<sup>203</sup> Hensikten med regelen må være å sikre enhetlig beskyttelse i EØS-området. Et land som har kortere frist tar på seg litt høyere forventede kostnader, og kan oppfattes som til en viss grad å sikre seg en konkurransefordel i reguleringen. Likevel er det neppe grunn til å harmonisere mer enn maksimumsfristen for saksbehandling.

I prospektdirektivet artikkel 16 første ledd andre punktum er teksten «Such a supplement shall be approved in the same way in a maximum of seven working days». En tolkning med vekt på «in the same way» og dermed direktivets sammenheng leder til at det er en plikt til å sørge for nødvendig godkjenning, jfr. artikkel 13. Etter artikkel 13 nr.1 er det forbud mot å offentliggjøre et prospekt som ikke har oppnådd godkjenning. Siden det er like formål bak tillegget og retts tekniske hensyn begrunner at det ikke er særskilt regulering for tillegget, bør regelen få

---

<sup>198</sup> Verdipapirhandelloven § 7-7 tredje ledd

<sup>199</sup> Fra internett 17. mars 2015: [http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rundskriv\\_vedlegg/2010/2\\_kvartal/Rundskriv\\_12\\_2010.pdf](http://www.finanstilsynet.no/Global/Venstremeny/Rundskriv_vedlegg/2010/2_kvartal/Rundskriv_12_2010.pdf)

<sup>200</sup> Verdipapirhandelloven § 7-8 tredje ledd første punktum

<sup>201</sup> For børssnoterte aksjer eller aksjer som skal børssnoteres. Fra internett 17. mars 2015: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/3-2006-Kontroll-godkjenning-og-offentliggjoering-av-prospekt>

<sup>202</sup> Fra internett 17. mars 2015: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/3-2006-Kontroll-godkjenning-og-offentliggjoering-av-prospekt> punkt 5

<sup>203</sup> Prospektdirektivet artikkel 16 nr. 1 andre punktum.

analogisk anvendelse. Dermed ser det også ut til å være et forbud mot å offentliggjøre et tillegg som ikke har fått godkjenning av prospektmyndigheten.

Tidsfristen på syv arbeidsdager for tilleggsprospekt er kortere enn den på ti arbeidsdager som gjelder for vanlige prospekter, og 20 arbeidsdager hvis selskapet ikke allerede er børsnotert.<sup>204</sup> Grunnen til forskjellen kan være at et tillegg er mindre omfattende enn et opprinnelig prospekt. På den annen side er det hensyn til organisering av prospektmyndigheten som tilsier at det må være en viss tid til forsvarlig saksbehandling.

Reglene om godkjenning innebærer oppsummeringsvis at det skal foreligge en godkjenning før tillegget offentliggjøres, og kravet om godkjenning oppstår når vilkårene for tilleggsprospekt er oppfylt.

## **5.5 Tilleggsprospektet skal offentliggjøres**

Problemstillingen i det følgende er hvilken rettslig regulering som gjelder for offentliggjøring av tillegg. Verdipapirhandelloven § 7-15 andre punktum setter en tidsfrist for å offentliggjøre tilleggsprospekter ved ordlyden «uten ugrunnet opphold i samsvar med § 7-19».

Fra ordlyden kan man slutte at det er opp til selskapet å forklare eventuelle forsinkelser, og dette stiller strenge krav til forsvarlig organisering. For et selskap som har utarbeidet tilleggsprospekt og sendt det til godkjenning, vil det være et spørsmål om videre distribusjon når godkjenningen fra prospektmyndigheten kommer. Da vil det være små rom for forsinkelser uten at det blir et brudd med fristen «uten ugrunnet opphold». Det vil etter en naturlig forståelse av ordlyden ikke være rom for å holde tillegget tilbake og heller ikke til å vente med tillegg for å vurdere tegningsinteressen. Dette kan forklares med at det finnes en interesse for åpenhet hos det offentlige i å meddele en godkjenning, noe som over tid vil bidra til å opprettholde eller styrke tilliten til myndighetene. Kravet om offentliggjøring er det samme som for ordinære prospekter, men alternativet med innrykning i en riksdekkende avis antas bare å gjelde for tilleggsprospekter som er korte i form av lite tekst.<sup>205 206</sup>

Det er etter ordlyden i prospektdirektivet artikkel 16 første ledd andre punktum et krav til å offentliggjøre tilleggsprospektet med minst de samme midlene som for prospektet.<sup>207</sup> Pro-

---

<sup>204</sup> Prospektdirektivet artikkel 13 nr. 2

<sup>205</sup> Verdipapirhandelloven § 7-19 andre ledd nr. 1

<sup>206</sup> Fra internett 17. juli 2014: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/3-2006-Kontroll-godkjenning-og-offentliggjoring-av-prospekt> punkt 4.2 tredje ledd første punktum

<sup>207</sup> «published in accordance with at least the same arrangements as were applied when the original prospectus was published»

spektet for børsintroduksjoner blir vanligvis offentliggjort ved børsmelding uten referanse til offisiell selskapsforkortelse, og det er vanlig å henvise til hvor prospektet kan lastes ned digitalt og avhentes som fysisk dokument. Hvis det gjelder en transaksjon der selskapet allerede har børsnoterte aksjer, refereres det til selskapsforkortelsen i børsmeldingen. Et tillegg må i alle fall offentliggjøres på tilsvarende måte.

I mange tilfeller har prospektet allerede vært markedsført ved at konkrete investorer er kontaktet, og de har gjerne fått tilsendt prospektet fra tilretteleggeren utenom offentliggjøringen. Man kan spørre om det også er et krav etter direktivet til å gjenta slike henvendelser for tilleggsprospektets del. Ordlyden «offentliggjøring» taler ikke for å tolke inn et krav til å gjenta de enkelte henvendelsene, men «med minst de samme midler» kan gjøre det.

Tolkningsfaktoren kontekst tilsier at det lett vil bli forskjellsbehandling mellom investorer, spesielt ved markedsføring som krysser nasjonale grenser. Det kan spørres om hensynet til investorbeskyttelse, sammen med beskyttelse mot diskriminering, leder til at man må tolke bestemmelsen om offentliggjøring på en utvidende måte. Hvis det har vært markedsføring over landegrensene, tilsier det en plikt til å kontakte investorer som har vært gjenstand for direkte markedsføring en gang til når det kommer et tilleggsprospekt. På den annen side tilsier effektivitetshensyn at man legger vekt på hensikten med børsenes informasjonssystemer og at disse er til for å formidle ny informasjon. Loven tolkes dermed slik at den setter strenge tidsmessige krav til offentliggjøring av tilleggsprospekt, men det stilles ikke opp noe krav om å informere på samme måte som da originalprospektet ble markedsført.

Man kan spørre hva som kreves av teknisk løsning for offentliggjøring av tillegg. Etter verdipapirhandelloven § 7-19 tredje ledd jfr. andre ledd nr. 2 og 3 er det krav om elektronisk offentliggjøring hos utsteder eller tilrettelegger. Lovens ordlyd er «vederlagsfritt», og en språklig forståelse er at det ikke skal betales for tilleggsprospektet. Ordlyden behandler ikke tilfeller der det stilles andre vilkår ved offentliggjøringen. EU-domstolen bestemte i saken *Timmel mot Aviso Zeta* at slike vilkår er i strid med kravet til offentliggjøring. *Timmel* hadde tegnet verdipapirer, men ønsket å tre tilbake fra tegningen fordi et basisprospekt og tre tilleggsprospekt ikke var offentliggjort forskriftsmessig. Et spørsmål var om krav om å registrere seg med e-postadresse og krav om å akseptere en ansvarsfraskrivelse var i strid med prospektfordringsartikkel 29 første ledd nr. 1. EU-domstolen uttalte at prospektdirektivets formål om investorbeskyttelse stod i strid med krav om å registrere seg, siden kravene ville skape en ulikevekt mellom utsteder og potensielle investorer. Slike krav kunne avskrekke en rekke potensielle investorer, jfr. avsnitt 52 i avgjørelsen. Avgjørelsen får avgjørende gjennomslagskraft, jfr. EØS art 6, ODA art 3, spesielt når ordlyden ikke behandler temaet. Det er altså krav til åpenhet ved offentliggjøringen som tilsier at det ikke kan settes vilkår om registrering eller å godta en ansvarsfraskrivelse for å få tilgang på et tilleggsprospekt.

## 5.6 Prosessen med godkjenning kan hindre hurtig offentliggjøring

Spørsmålet er hvordan man rettslig sett skal håndtere en eventuell konflikt mellom de to virkningene godkjenning og offentliggjøring. Ny informasjon skal offentliggjøres hurtig, men den skal samtidig oversendes til godkjenning i prospekts form. Det praktiske blir dermed en ordning der offentliggjøring skjer umiddelbart etter oppnådd godkjenning. Av hensyn til et ordnet marked, jfr. verdipapirhandelloven § 1-1 vil det være naturlig å forvente en hurtig behandling hos prospektmyndigheten. Plikten til å offentliggjøre børsmelding kommer inn i disse tilfellene, se punkt 4.9.9 ovenfor. I perioden før offentliggjøring av tilleggsprospektet kan det oppstå utilsiktede opsjoner, se punkt 5.8.4 nedenfor. Lovgiver har dermed prioritert en forsvarlig godkjenningssordning fremfor hurtig offentliggjøring av ny informasjon.

## 5.7 Tilleggsprospekt gir forlenget gyldighet for et prospekt

Dette kapittelet tar for seg spørsmålet om et offentliggjort tilleggsprospekt forlenger gyldigheten for et opprinnelig prospekt. I verdipapirhandelloven § 7-12 er det regler om hvor lenge et prospekt er gyldig. I første ledd er hovedregelen gyldighet i 12 måneder, «forutsatt at det utarbeides tillegg i samsvar med § 7-15». En språklig tolkning av denne ordlyden tilsier at et tilleggsprospekt forlenger gyldigheten av et prospekt. Man kan da spørre om en prisdrivende omstendighet opphever adgangen til kapitalinnhenting som følger av verdipapirhandellovens system og godkjenningen. For eksempel kan det komme en kursdrivende revisorgodkjent årsrapport, mens en transaksjon i aksjer pågår. Etter EU-kommisjonens tekniske forordning om minimumstilfeller skal det da sendes tilleggsprospekt.<sup>208</sup> Man kan kanskje formulere virkningen som at gyldigheten av det opprinnelige prospektet gjenopprettes.

Dersom det ikke sendes tilleggsprospekt etter en prisdrivende omstendighet, kan man etter en slik terminologi anføre at prospektet ikke lenger er gyldig, slik at det ikke får rettsvirkninger etter sitt innhold. Det betyr at gyldigheten suspenderes inntil det er offentliggjort et tilleggsprospekt. Etter en alminnelig gyldighetsdrøftelse må det en vurdering av om prospektet likevel er gyldig tross feilen, og en slik drøftelse kan sammenholdes med drøftelsen av om det må være en vesentlighetsterskel for hvilke omstendigheter som utløser tilleggsplikt.

Det vil være en tidsperiode mellom hendelsen og offentliggjøring av tillegget. I denne perioden må investorene ha en beskyttelse i form av en suspendert gyldighet, fordi en transaksjon kan gjennomføres mellom hendelsen og offentliggjøring av tillegget. For eksempel kan ikke en utsteder ha et utestående prospekt, og så gjennomføre transaksjonen raskt dersom det inntrer en prisdrivende omstendighet. En slik fremgangsmåte kunne være fristende for eksempel

---

<sup>208</sup> Fra internett 18. mars 2015: <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%207589%202014%20INIT> artikkel 2 bokstav a

for en bank som opererer med lav kapitaldekning for å få høy avkastning på bundet kapital. Her vil trekkrettigheten som følger av verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd beskytte investorene, men ikke før tilleggsprospektet er offentliggjort. Hensynet til beskyttelse av investorene må her få avgjørende vekt, slik at tolkningsresultatet blir en suspendert gyldighet av prospektet inntil tilleggsprospektet er offentliggjort.

Ny og prisdrivende informasjon vil altså utløse krav om tilleggsprospekt, noe som tilsier at det originale prospektet ikke får virkning etter sitt innhold før det er reparert med et tillegg.

## **5.8 Rett til å trekke seg fra transaksjonen**

Problemstillingen er hva som er rettslige vilkår for og virkninger av tilbakekall av aksept. Vilkårene i verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd er at det «offentliggjøres tillegg som nevnt i § 7-15» og den nye informasjonen «fremkom før akseptperiodens utløp og før levering av verdipapirene». En språklig forståelse av ordlyden tilsier at den nye informasjonen må komme til utsteders kunnskap før transaksjonen er fullført. Det er rimelig at senere tilgjengelig informasjon ikke virker inn på avtaleslutningen. Tegningen må etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd være gjort «før tillegget ble offentliggjort». Her avskjæres den mulige gratis opsjonen med to dagers varighet en investor kunne få ved å tegne seg like etter offentliggjort tilleggsprospekt. Investoren kunne ellers hatt rett til å trekke seg hvis den generelle markedsutviklingen ble negativ i løpet av de to dagene. En slik spekulasjonsadgang ville stå i strid med det lovfestede formålet «ordnet» i verdipapirhandelloven § 1-1.

Hvis vilkårene er oppfylt, «kan aksept av tilbud [...] tilbakekalles», noe som språklig sett må tolkes som en adgang for tegner til å avgi et nytt dispositivt utsagn om tilbaketreden som får rettslig virkning på det tidligere dispositive utsagnet i tegningen. Trekkrettigheten kan være kostbar for utsteder og eksisterende aksjonærer, ettersom det kan gi lavere transaksjonspris eller medføre at hele transaksjonen faller bort. Det vil også kreve ressurser å utarbeide, få godkjent og offentliggjøre et tilleggsprospekt, men disse kostnader reduseres hvis selskapet ikke behøver å innhente godkjennelse i ulike europeiske land. Det er en av grunnene til at EU har harmonisert reglene om prospekt og tilleggsprospekt.<sup>209 210</sup>

Ved forarbeider til lovendring i 2011 ble det presisert at trekkfristen skal stå i tilleggsprospektet. For eksempel ble det i tilleggsprospekt for Natto Pharma ASA 5. desember 2011 vist til

---

<sup>209</sup> European Commission (2012) Impact Assessment. s. 8

<sup>210</sup> Directive 2010/73/EU punkt (23) og (24)



verdipapirhandelloven § 7-21 og gitt to dagers trekkrettighet.<sup>211</sup> Trekkrettigheten er nært knyttet til selve tilleggsprospektet. Det blir en forbedret investorbeskyttelse når man ikke må bære risikoen for negative omstendigheter etter at det er levert inn en tegning. Beskyttelsen varer frem til transaksjonen er ferdigstilt. Dermed understreker trekkrettigheten hvordan lovgiver har prioritert hensynet til investorene.

Det er en kostnad som påføres utsteder og eksisterende aksjonærer når det følger en trekkrettighet med tilleggsprospektet. EU-kommisjonen har regulert minimumstilfeller for når det skal sendes tilleggsprospekt. Da påfører EU-kommisjonen mulige opsjonskostnader på de selskapene som faller under EU/EØS-området. På sikt kan det lede til uønskede effekter, for eksempel i regulatorisk konkurranse når et fremtidig selskap skal velge region for børsnotering.

Etter teksten «agreed [...] before the supplement is published» er det en adgang til å trekke seg for de som har avtalt tegning før tilleggsprospektet er offentliggjort.<sup>212</sup> Det kan tenkes at informasjon kommer til investorene før tilleggsprospektet. For eksempel kan det være et attentat mot et cruiseskip. Hvis selskapet holder på med en transaksjon, og nyhetsmeldingene om et attentat kommer, vil det fremdeles være mulig for investorer å tegne seg. Hvis de føler seg sikker på at det kommer et tilleggsprospekt, får de en gratis trekkrettighet. På den måte blir det en gratis opsjon for de som tegner etter en slik nyhetsmelding, se punkt 5.8.4 nedenfor.

De lege ferenda kunne det vært en tidligere avskjæring fra trekkrettighet, slik at tegnere som kom inn etter annonsering av den nye informasjonen ikke fikk noen gratis opsjon. På den annen side ville tegnere etter børsmeldingen ikke hatt samme investorbeskyttelse, og en slik usikkerhet kunne virke negativt på effektivitet og integrasjon.

Det kan være flere transaksjoner som følger av ett prospekt, men man får bare rett til å trekke seg fra den aktuelle transaksjonen som tilleggsprospektet berører. Det følger av en språklig tolkning av en forordning fra EU-kommisjonen.<sup>213</sup>

---

<sup>211</sup> Fra internett 14. mars 2015: <http://www.newsweb.no/newsweb/search.do?messageId=294707&selectedPageNumber=5&searchCriteria.fromDate=14.06.2000&searchCriteria.toDate=14.06.2013&searchCriteria.categoryId=81>

<sup>212</sup> Prospektdirektivet artikkel 16 andre ledd første punktum

<sup>213</sup> EU-kommisjonens forordning 486/2012 endrer 809/2004 som implementerer EU-direktiv 2003/71/EC, artikkel 3 (9)

Trekkrettigheten er altså en virkning som følger av at det offentliggjøres et tilleggsprospekt, men for å hindre spekulasjon kan det de lege ferenda være grunner til å avskjære trekkrettigheten etter børsmelding om ny informasjon.

### 5.8.1 Trekkrettighet sammenlignet med heving

Det er likhetstrekk i hensynene som ligger bak reglene om trekkrettighet og kontraktsrettslig heving. Spørsmålet er om en slik sammenligning kan bidra til tolkningen av regelen om tilleggsprospekt. Både trekkrett og heving korrigerer ubalanser som er oppstått i et kontraktsforhold. Ved heving suspenderes ytelsesplikten, men kontrakten mister ikke sin gyldighet. Den kan for eksempel fortsatt være et rettslig grunnlag for erstatning.

Heving ved eiendomshandel kan være hjemlet i avhendingsloven § 4-13 første ledd og på uregulert område er hevingsgrunnlaget alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper. Det er vanlig å formulere hovedvilkåret for heving som at det må foreligge et vesentlig kontraktsbrudd. Skjønnskemaet «vesentlig kontraktsbrudd» angir en terskel som må passeres, og en språklig tolkning tilsier at terskelen er høy. Dette ser ut til å tilsvare terskelen «vesentlig feil» i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum, der det også er et krav om priseffekt.

Skjønnskemaet «vesentlig kontraktsbrudd» er utdypet i rettspraksis. I Rt. 2010 s. 710 Boligdommen var det tvist om skader etter kjøp av fast eiendom. Høyesterett kom til at det var «rimelig grunn» til å si seg fri fra kontrakten, og det ble heving etter avhendingsloven § 4-13 heller enn prisavslag etter § 4-12. I premiss 43 ble det uttalt: «Det skal altså foretas en helhetsvurdering hvor det overordnede spørsmålet er om kjøperen har rimelig grunn til å si seg fri fra kontrakten[...]».

Man kan spørre om det er «rimelig grunn» til å si seg fri fra tegningen ved en «ny omstendighet [...] som kan få betydning for vurderingen av verdipapirene».<sup>214</sup> Hvis en investor får muligheten til selv å ta stilling til investeringen gitt den nye informasjonen, vil det være en god beskyttelse. Om det er «rimelig grunn» vil bero på utslaget på verdipapirets pris. Etter hevingsreglene skal det være en helhetlig vurdering av om det er et «vesentlig kontraktsbrudd». Man kan ta utgangspunkt i det objektive avviket. Et eksempel er at leiligheten objektivt sett var uten eksklusiv garasje, jf. Rt. 1999 s. 408 Garasjedommen. Heving ble etter en helhetsvurdering ikke ansett berettiget, og i saken var heving erklært for sent. Man kan ikke fastslå en prosentvis endring for hva som utgjør «vesentlig kontraktsbrudd», noe som følger av den nevnte Rt. 2010 s. 710 Boligdommen. Når det sendes tilleggsprospekt, kan man si at vurdering av mulig endring overlates til investorene ved den trekkrettigheten som disse får.

---

<sup>214</sup> Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum

Det mulige alternativet til heving er et relevant moment etter alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper. I den omtalte Rt. 1999 s. 408 Garasjedommen var det mulig å leie en alternativ plass. Det finnes alternative investeringsmuligheter i verdipapirmarkedet, men disse vil ha egenskaper som skiller seg fra det verdipapiret som er omtalt i prospektet. Uten tilleggsprospekt med trekkrettighet vil en investor være bundet i tegningsperioden og dermed ikke ha noe relevant alternativ sammenlignet med alminnelig heving. Dette gjør at det er større grunn for beskyttelse med tegningsprospekt enn med heving i alminnelig kontraktsrett.

I alminnelig kontraktsrett er det ikke adgang for en kjøper til å si seg fri fra en kontrakt som viser seg ugunstig etter at prisene i det aktuelle markedet har falt. Da ville debitor bli rammet hardt. På dette punktet ser det ut til å være forskjell fra regelen om tilleggsprospekt. Trekkrettigheten gir tegneren en mulighet til å komme seg bort fra en forpliktelse i et verdipapir som faller i pris.

Kreditors spesielle forhold kan bli et moment ved heving. Kreditors opptreden rundt hevingsprosessen kan ha betydning for hvor rimelig grunnen er til å få fri seg fra kontrakten. Det kan også komme inn et culpamoment i en vesentlighetsvurdering på den måten at hvis noen part kan bebreides for årsaken til kontraktsbruddet, så kan det bidra til den andres rimelige grunn til å si seg fri fra kontrakten. I Rt. 2010 s. 710 Boligdommen var det sterk bebreidelse mot debitor, og da ble det et moment med stor vekt. Ved tilleggsprospekt kan «vesentlig feil eller unøyaktighet» kanskje bebreides utsteder, og det samme kan være tilfellet med «ny omstendighet».<sup>215</sup> Heving er en av mangelbeføyelsene i alminnelig kontraktsrett, noe som taler for at det er de alternative vilkårene «vesentlig feil eller unøyaktighet» i verdipapirhandelloven § 7-15 som er aktuelle i sammenligningen heller enn alternativet «ny omstendighet».

Tiden som har forløpt kan påvirke avgjørelsen om det er rimelig grunn for en part til å si seg fri fra kontrakten. Partene kan ha innrettet seg etter bestående forhold, og det kan være et moment mot å gi krav på restitusjon. På den annen side vil en fortsatt urolig situasjon tale for at det er rimelig grunn til å si seg fri fra kontrakten. På verdipapirområdet vil det vanligvis være daglig omsetning på et regulert marked. Selv om eierposisjoner kan være langsiktige, vil verdien variere, slik at det ikke blir noen stabil situasjon. Det kan også være et selvstendig moment at det har tatt tid fra kontraktsbrudd til heving. I Rt. 1999 s. 408 Garasjedommen var det gått syv måneder, og det ble ikke heving. Tegningsperioden er vanligvis et fåtall uker, noe som kan bidra til å forklare at det er gitt trekkrettighet etter tilleggsprospekt.

---

<sup>215</sup> Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum

I kjøpsloven § 44 andre ledd er det spesiell regulering for heving av fremtidige ytelser. Vilkåret er «god grunn til å rekne med at det vil inntre kontraktbrudd som vil gi hevingsrett ved seinere leveringer». En språklig tolkning av denne ordlyden er at det er startet en utvikling som kan gi rimelig grunn til å fri seg fra kontrakten i fremtiden. Hvis det oppdages omstendigheter eller feil i tegningsperioden, kan markedets reaksjon i seg selv være grunn til å trekke seg fra tegningen. Hvorvidt en slik grunn er rimelig, vil bero på omfanget av verdiendringen. Siden investoren må ta stilling til trekkrettighet innen to dager, vil vurderingen bero på et anslag for fremtidig utvikling. I denne sammenhengen fremstår trekkrettigheten som en hensiktsmessig regulering.

Ved heving med tilbakevirkende effekt er restitusjon en betingelse etter alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper. Tegner får ikke aksjer når trekkrettigheten påberopes, slik at det er samsvar mellom ordningene på dette området. Etter kjøpsloven § 66 første ledd forblir risiko for tilfeldig skade hos selger ved heving. Når tegner får trekke seg etter at omstendighet eller feil har materialisert seg, har tegner mulighet til å la selger beholde risikoen slik som i ordinære kjøpsforhold. Trekkrettigheten står i kontrast til den detaljerte reguleringen ved heving. Det har sammenheng med den abstrakte karakteren til verdipapirer og at det ikke blir slitasje på fysiske gjenstander. Virkningen ved tilleggsprospekt er en fri rett til å trekke tilbake en ellers bindende tegning. Trekkrettigheten er en sterk offensiv beføyelse på linje med virkningen av heving. På den annen side har trekkrettigheten en kort frist på to dager. I obligasjonsretten er fristen for spesifisert hevingsmelding «innan rimeleg tid», jfr. avhendingsloven § 4-13 andre ledd første punktum. I juridisk teori<sup>216</sup> er det fremhevet at adgangen til å trekke seg<sup>217</sup> er en stor fordel for investorene, men at den må utøves med store krav til hurtighet.<sup>218</sup> Et slikt krav til «extreme promptnes», som er vilkåret i britisk rett, må bygge på at resten av markedet fungerer best dersom tvister blir avklart raskt. I tillegg er det et gunstig dynamisk element ved at markedets aktører vet at tvister blir raskt avklart. Når aktørene vet dette, tør de stole på at markedet fungerer, noe som fremmer markedets effektivitet.

Det er flere momenter som tilsier en omfattende trekkrettighet. I tegningsperioden kan det objektive avviket variere med utslag i resten av verdipapirmarkedet. Betydning for skadelidte kan forsterkes av hvordan gevinster og tap oppfattes. Alternative beføyelser kan være vanskelig å gjennomføre siden man er bundet i en samlet bestilling, og andre verdipapirer vil ha ulike egenskaper.

---

<sup>216</sup> Ferran (1999) s. 588 flg.

<sup>217</sup> «recission»

<sup>218</sup> «extreme promptness» som i en dom Ferran (1999) siterer. *Smith New Court Securities Ltd v Scrimgeour Vickers (Asset management) Ltd* (1997) AC 254, HL, 262 per Lord Browne-Wilkinson

En tegner kan ønske å komme seg ut av forpliktelsen av flere grunner og på forskjellige tidspunkt. Man kan for eksempel se for seg at resten av markedet faller kraftig, og at alternativene fremstår som gunstige. Det kan også fremstå som sannsynlig at den aktuelle aksjen vil falle etter at transaksjonen er fullført. Et annet tilfelle kan være at tegner skjønner at det går mot lavere allokering enn det som ble forespeilt ved bestillingen. Det kan også være misnøye med at privat informasjon om tegningsinteresse er avslørt ved fulltegningsmelding til hele markedet, slik at det åpnes for eksterne virkninger. Disse hensynene bak trekkrettigheten tilsier at det bør være en helhetlig vurdering av om det skal sendes tillegg med trekkrettighet. En sammenligning med heving viser at trekkrettigheten som følger av tilleggsprospekt, virker som en sterk og offensiv mangelsbeføyelse som må påberopes hurtig i tråd med lovens frist på to dager.

### 5.8.2 Sammenligning med eiendomshandel

Ved eiendomshandel benyttes det også prospekter med informasjon fra selger, på samme måte som ved større transaksjoner i verdipapirhandel. Man kan spørre om en sammenligning med dette rettsområdet kan gi momenter til fortolkningen av trekkrettigheten som følger tilleggsprospekt i verdipapirhandel. Grunnen til forskjellen mellom reglene kan være at tegnerne er bundet i tegningsperioden ved verdipapirer, mens selgeren bærer risikoen frem til kontrakten er signert i eiendomshandel. Tegninger i verdipapirhandel kommer inn på forskjellige tidspunkter, siden det er mange investorer på et regulert marked. Når akseptformularet er sendt inn til en eiendomsmegler vil en ødeleggelse av eiendommen fremdeles være et tap som lides av selger. De ulike beføyelsene i eiendomsretten går over på forskjellige tidspunkt, og hvorvidt en beføyelse er gått over, beror på en konkret skjønnsmessig vurdering. For verdipapirer ville tap i tegningsperioden bli lidt av tegner dersom det ikke var for regelen om tilleggsprospekt med trekkrettighet. Når investorene kan trekke seg ut med trekkrettigheten som følger med et tilleggsprospekt i verdipapirhandel, blir tapet lidt av selger, og da får man en løsning som tilsvarer handel i eiendom. Forskjellen i regulering mellom eiendom og verdipapirer har blant annet sammenheng med tidsperioden for avtaleslutning og med hvordan de ulike beføyelsene eiendomsretten går over.

En sammenligning med eiendomshandel viser at det er et viktig hensyn som ivaretas ved trekkrettigheten etter et tilleggsprospekt. Man får da en tapsrisiko som er balansert på en tilsvarende måte som ved eiendomshandel.

### 5.8.3 Er trekkrettigheten en angrefrist?

Problemstillingen er om det bidrar til den rettslige forståelse av trekkrettigheten å sammenligne det med avbestilling. Forarbeidene kaller trekkrettigheten en «angrefrist», og en språklig tolkning av dette er en adgang til å ta en ny beslutning på samme grunnlag.<sup>219</sup> Det å benytte trekkrettigheten er en beslutning etter oppdatert informasjon. Samtidig kan man peke på at trekkrettigheten ikke har andre betingelser, slik at en investor som angrep seg uavhengig av den nye informasjonen kan benytte seg av trekkrettigheten.

Avbestilling i kontraktsforhold har virkninger som ligner trekkrettigheten. Hvis trekkrettigheten benyttes, er ikke tegneren lenger bundet av bestillingen i emisjonen. Avbestilling utøves når realkreditor fratar realdebitor retten til å oppfylle. Da fratas realdebitor retten til å kreve vederlag. Avbestilling er ikke en sanksjon mot debitor, men en rettighet på kreditors hånd. En slik rettighet kan være nedfelt i kontrakten. Der spørsmålet er lovfestet, er hovedregelen fri avbestillingsrett mot full erstatning. For eksempel er det eneste vilkåret i bustadsoppføringlova § 52 første ledd «før overtaking».

Avbestillingsrett bryter med prinsippet om at inngåtte avtaler skal holdes. Formålet med avbestilling er å unngå sløsing med ressurser, samt behov for spesiell beskyttelse. Erstatningen ved avbestilling tar sikte på at realdebitor ikke skal lide tap. Full erstatning vil tilsvare debitors positive kontraktsinteresse. For at det skal være grunn til å bruke avbestilling, må erstatningen være mindre enn vederlaget. I NS 8405 er avbestilling regulert i punkt 38.1. Der har entreprenøren krav på «erstatning for det økonomiske tapet han lider som følge av avbestillingen», noe som i teorien er tolket som positiv kontraktsinteresse.<sup>220</sup> Reglene om avbestilling er positivrettslige, og det er tvilsomt om de er bærere av alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper, i alle fall utenfor forbrukerforhold. Det kan inntre store negative sjokk i markedene etter at en tegning er levert. Da er det naturlig at enkelte tegnere ikke ønsker å være bundet. En tegner som forsøker å trekke seg vil rettslig sett være bundet.<sup>221</sup>

På tegningsdokumentene til privatkunder er det vanligvis uttrykt hvordan en tegning er bindende og ugjenkallelig. Det samme gjelder adgangen til å belaste bankkontoen. Det er også en standard prosedyre som skal brukes overfor institusjonelle kjøpere som leverer tegning over telefon. I privat praksis vil en tidlig tegner som ønsker å trekke seg vanligvis bli møtt med en fleksibel holdning fra tilrettelegger. Dersom det er i tiden før allokering, kan man øke tildelingsprosenten til de andre bestillerne. Dersom det er etter allokering, blir det en pragmatisk

---

<sup>219</sup> Ot. prp. nr. 69 (2004-2005) s. 6

<sup>220</sup> Hagstrøm (2011) s. 247

<sup>221</sup> Sml. Haaskjold og Skjerdal (2006) s. 313

vurdering av om aksjene kan selges. Behandlingen av tap eller gevinst blir i praksis gjenstand for en konkret vurdering. Selv om privat praksis er en relevant rettskildefaktor, vil det være utfordrende å dokumentere den. Løsningene vil nok også variere, slik at gjennomslagskraften som en rettskilde blir liten. Trekkrettigheten ved tilleggsprospekt er en rettighet til å frata utsteder retten til å kreve vederlag, men i motsetning til avbestilling er det vilkår om ny og prisdrivende informasjon.

#### 5.8.4 Trekkrettighet som en opsjon

Problemstillingen er om det er spesielle virkninger av trekkrettigheten som har betydning for reguleringen av tilleggsprospekt. Tegner får en verdifull trekkrettighet når det er sendt tilleggsprospekt. Dersom markedets generelle prising faller, kan tegneren komme seg unna forpliktelsene.<sup>222</sup> Trekkrettigheten er tildelt som en verderlagsfri rettighet eller opsjon. En opsjon er i denne forbindelse en rettighet til å selge på bestemt pris og tid. De opsjonene som gis til tegnere kan gjøre transaksjonen til gjenstand for spekulasjon. For eksempel kan et fond med fritt investeringsmandat (hedge fond) gjøre bestillinger når det blir klart at det følger med gratis opsjoner. Det vil være et element som bidrar til likviditet og effektiv prising. Minimumstilfeller vil forsterke opsjonseffektene, noe reguleringsorganet ESMA selv har påpekt.<sup>223</sup>

Hva hvis tegneren kjente til omstendigheten på forhånd? Problemstillingen er hvorvidt det er et krav for tilleggsprospekt og trekkrettighet at investoren ikke kjente omstendigheten før tegningen. Det er et alminnelig kontraktsrettslig prinsipp at en kjøper ikke kan gjøre gjeldende en mangel som kjøperen kjente eller måtte kjenne til før avtaleslutningen, noe som blant annet har kommet til uttrykk i kjøpsloven § 20 første ledd. Bakgrunnen for regelen må dels være at dette er informasjon som har vært benyttet før avtaleslutningen, og dels at man vil hindre spekulasjon ved at en kjøper venter med å trekke frem omstendigheter inntil han oppfatter at disse vil tjene hans interesse. Som eksempel kan man tenke seg en ansatt i oljeselskap A som vet at finansdirektøren i oljeselskap B er i avsluttende samtaler med å begynne i oljeselskap A. Hvis oljeselskap B er i en tegningsperiode, den ansatte i A tegner seg, og det så kommer et tilleggsprospekt om at finansdirektøren slutter, kan man da si at den ansatte i A ikke får trekkrettighet? Et forhold er at det er vanskelig å få rede på As kunnskap, og et annet er at As tegning kan utgjøre ulovlig misbruk av innsideinformasjon. Dersom As kunnskap kommer tilretteleggerne for øre, vil den alminnelige kontraktsrettslige løsningen være at A ikke kan påberope seg det han visste og at han dermed ikke skal ha trekkrettighet. En slik løsning vil innebære en innskrenkende tolkning av ordlyden «kan aksept [...] tilbakekalles» i verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd. Virkningene av en trekkrettighet kan altså lede til uønskede effek-

---

<sup>222</sup> Pansar (2014) s. 34

<sup>223</sup> ESMA (2013) s. 14 punkt 54

ter, men ESMA har understreket at investorbeskyttelsen er viktigere enn mulige skadevirkninger.

#### 5.8.5 Trekkrettighet etter opptak til notering skaper usikkerhet

Man kan spørre om det er trekkrettighet etter levering av aksjene. Ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd første punktum er at ny informasjon «fremkom før akseptfristens utløp og før levering av verdipapirene». En nærliggende tolkning av ordlyden er at «akseptfristens utløp» refererer til prospekter med tegning eller kjøp. Da vil «levering» referere til noteringsprospekter som denne oppgaven er avgrenset mot, men leser man loven i sammenheng, vil det ikke være rimelig å gi trekkrettighet for en transaksjon som er gjennomført og bare skal noteres.

En slik tolkning tilsier at det ikke er noen trekkrettighet etter at man har nådd tegningsfristen som er oppgitt i originalprospektet.<sup>224</sup> Det vil bety en forskjell i avskjæring av trekkrettigheten og avskjæring av plikten til å sende tilleggsprospekt. Altså vil en slik tolkning tilsi at det kan være en tidsperiode mellom akseptfristen og opptak til notering der det må sendes tilleggsprospekt, men der investorene ikke får trekkrettighet. Denne løsningen gir en periode med redusert beskyttelse for investorene.

En alternativ tolkning av ordlyden er at både akseptfrist og levering må ha inntruffet før trekkrettigheten avskjæres. Et normalt forløp vil være at akseptfristen utløper og at det deretter blir notering med levering tre dager etterpå. Da er det rimelig at trekkrettigheten kan tildeles helt til noteringen, mens den etter ordlyden stoppes ved akseptperiodens utløp. Dette er en ordning som ikke gir investorbeskyttelse i en viktig periode, noe som kan hindre effektivitet i markedet.

Dersom det er en fremskyndet tegningsprosess, for eksempel grunnet stor tegningsinteresse, kan utstederselskapet bestemme seg for å avslutte transaksjonen tidligere enn akseptfristen og få levert aksjene raskt.<sup>225</sup> Handelen blir offisielt registrert og investorene får aksjene inn på sine verdipapirkonti. Her vil det etter ordlyden likevel være en trekkrettighet frem til «levering av verdipapirene». En språklig tolkning tilsier at det er overbringelse til tegnerens verdipapirkonto, noe som etter vanlige oppgjørsordning skjer tre dager etter handelsdag. Prospekt-direktivet artikkel 16 andre ledd har teksten «the delivery of the securities», noe som samsvarer med den norske ordlyden. Det er altså en periode mellom opptak og akseptperiodens utløp

---

<sup>224</sup> Se figur 4 i vedlegget

<sup>225</sup> Se figur 5 i vedlegget



der det fremdeles er tilleggsplikt, men i denne perioden er det ikke behov for investorbeskyttelse.

Hvorfor skal det være en tidsperiode der det er plikt til å sende ut tilleggsprospekt, men der investorene ikke kan trekke tegningene? Det kan se ut til å være incentiver for selskapet til å vente med tilleggsprospekt til det kan sendes ut i denne perioden. Likevel får utsteder neppe en bedre beskyttelse mot investorer som påberoper seg tap. Dette kan sees i sammenheng med reglene i verdipapirregisterloven § 7-1 første ledd om forrang for en registrert rettighet. Når aksjene er levert, har tegneren i utgangspunktet risikoen. Hendelser skal meldes ved tillegg til prospekt, men tegner får ikke trekkrettighet etter levering. Dette er dermed en grense for hvor lang investorbeskyttelsen strekker seg.

Det er trekkrettighet i tre dager av denne perioden, altså mellom opptak til notering og levering. I løpet av de tre dagene kan det oppstå en mulighet til å komme seg ut av den samlede transaksjonen som prospektet omhandlet, selv om den er ferdigstilt. En senere omsetningserverver vil ha en omfattende ekstinksjonsrett, noe som er i tråd med omsetningshensynene som er spesielt fremtredende på et regulert marked. Dette vil lede til stor usikkerhet, i strid med formålet effektivitet. Det vil neppe være harmoniserte regler på tvers av EØS-området, og på dette punktet vil utsteder anse norsk jurisdiksjon som mindre gunstig. Oppgjørshensyn tilsier at det ikke bør være en trekkrettighet etter notering, og det samme gjelder det generelle formålet om «sikker, ordnet» handel i verdipapirhandelloven § 1-1. Disse reelle hensyn og formål må få stor gjennomslagskraft når man skal velge hvordan lovteksten skal tolkes. Tolkingsresultatet blir at det ikke er trekkrettighet etter notering av aksjene.

Verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum har ordlyden «eller opptaket til notering». Man kan se for seg en situasjon der transaksjonen tildeles investorene, og aksjene leveres til verdipapirkontoene uten at aksjene er tatt opp til notering. En omstendighet som inntreffer mellom levering og notering blir etter ordlyden gjenstand for tillegg til prospekt, men ikke trekkrettighet. Selv om det ikke er trekkrett, er det informasjonsplikt i form av tillegg til prospekt etter levering. Hva hvis aksjehandelen er suspendert på ubestemt tid? Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum tredje og fjerde komma består plikten om tillegg til prospekt. Denne tilstanden kan bestå over en lengre tid der det kan komme prisdrivende omstendigheter. Som eksempel kan man nevne restrukturering av Northland Resources våren 2013. Aksjen var i lengre tid suspendert på den kanadiske børsen, mens ledelsen arbeidet med ny finansiering.

Man kan tenke seg at selskapet blir kjøpt opp før det blir notert, men etter at investorene har fått levert aksjene. Etter lovens ordlyd vil det fortsatt være plikt til å utarbeide og offentliggjøre tilleggsprospekt ved nye omstendigheter, men investorene får ikke trekkrettighet. Et spør-

mål er om loven kan tolkes innskrenkende slik at plikten til å offentliggjøre tilleggsprospekt faller bort. Hvis kjøper er notert på børs, vil kjøper ha egen informasjonsplikt. Dersom kjøper ikke er børsnotert, er ikke informasjonstilgangen sikret, men selv om tilleggsprospekt ville sikre en viss informasjonstilgang, ville det ikke være noen trekkrettighet. Viktige konsekvensbetraktninger taler dermed mot en plikt til å offentliggjøre tilleggsprospekt over et lengre tidspunkt. Resultatet blir at ordlyden gir en ordning som kan skape usikkerhet i omsetning av aksjer på et regulert marked. Det ble gitt en avklaring av tilleggsplikts lengde ved direktivendringen i 2012, og målet var å gi bedret investorbeskyttelse, men det ser likevel ut til at det gjenstår noe usikkerhet.<sup>226</sup>

## **5.9 Bedre beskyttelse for utsteder når det sendes tilleggsprospekt**

Problemstillingen her blir hvilken beskyttelse et tilleggsprospekt gir en utsteder. Utsteders styre er erstatningsansvarlig for prospektets avvik fra kravene.<sup>227</sup> Tilleggsprospektet leder til trekkrettighet, og det er vanskelig å tenke seg at en investor både kan få trekkrettighet og senere vinne frem med krav om heving. Dermed virker tilleggsprospektet som en defensiv misligholdsbeføyelse fra utsteders side. Trekkrettigheten som følger med tilleggsprospektet virker som en beskyttelse for utsteder. For erstatning og ugyldighet er det andre vilkår og virkninger enn heving. En trekkrettighet kan balansere enkelte deler av et erstatningskrav, men det er ikke gitt at det blir full beskyttelse mot erstatning for den utsteder som har sendt tilleggsprospekt.

Når selskapet får redusert erstatningsansvar ved å offentliggjøre et tilleggsprospekt, vil det være et incentiv til at informasjonen kommer ut. En uheldig virkning av å lette på ansvaret for opplysninger i originalprospektet er at det er mindre incentiver til å utstede et korrekt prospekt fra først av. Plikten til å gi ut korrekt prospekt er sett på som så straffverdig at det er mulig fengselsstraff for overtredelse, se punkt 6.2 nedenfor.<sup>228</sup>

Trekkrettigheten gjør at en tegner neppe vil vinne frem med krav om heving eller erstatning mot en utsteder som har gjort feil, men som har sendt tilleggsprospekt. Når investoren har fått informasjon og adgang til å tilbakekalle tegningen, vil det neppe foreligge økonomisk tap som har årsakssammenheng med utsteders feil. Man kan spørre om det er noe erstatningsansvar som består etter at det er gitt trekkrettighet, noe som etter alminnelig erstatningsrett vil bero på hvor langt man anser årsakssammenhengen for å være tilstrekkelig nær og påregnelig. Det er kommet til uttrykk i kjøpsloven § 67 første ledd andre punktum med ordlyden «likevel bare tap som en med rimelighet kunne ha forutsett som en mulig følge av kontraktsbruddet». En

---

<sup>226</sup> Walker and Purves (2014) s. 378

<sup>227</sup> Verdipapirhandelloven § 7-18 første ledd, jfr. tredje ledd

<sup>228</sup> Verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 1 viser til § 7-2 og § 7-3

språklig tolkning tilsier at det må ha vært en påregnelighet i tapet. For en tegner som påberor seg tap etter at han har fått trekkrettighet skal det mye til at det er påregnelighet. Det er også etter ordlyden i kjøpsloven en skjønnsmessig terskel ved «rimelighet» som begrenser muligheten for et resttap ytterligere. Etter alminnelige obligasjonsrettslige prinsipper kan adekvansen i årsakssammenhengen strekke seg noe lenger dersom utsteder har utvist grovhet i uaktsomheten.<sup>229</sup> Generelt kan man peke på Rt. 1973 s. 1268 Flymanøverdommen, der et fly kuppet en strømkabel som igjen forsynte et ørretklekkeri. Der ble ikke adekvansen for tapet ansett til å dekke noe vidt skadeomfang. Det ulovfestede profesjonsansvaret er strengt i tråd med Rt. 2000 s. 679 Investa, der en bank ble ansvarlig for tap etter finansiell rådgivning. På side 689 ble det uttalt at banken «må utvise en slik aktivitet overfor den enkelte kunde at kunden på sin side er klar over hvilken risiko som til enhver tid er knyttet til et produkt». Dermed kan det være erstatningsansvar som gjenstår for en utsteder som på en ikke helt presis måte har informert med tilleggsprospekt. Likevel må det spesielle forhold til for at det gjenstår et erstatningsansvar for den utsteder som på en lojal måte har korrigert feil og utelatelser med tilleggsprospekt og trekkrettighet. Man kan tenke seg at det er oppdaget sprekkdannelser i selskapets eneste og uforsikrede skip i tegningsperioden, og at dette er formidlet ved tilleggsprospekt. Anta at en investor ikke benytter trekkrettigheten, og at skipet deretter synker. Hvis det lojalt er tilveiebragt informasjon i tegningsperioden, vil trekkrettigheten gi utsteder beskyttelse mot erstatningsansvar. Dersom det kommer frem at vurderingene av sprekkdannelsen var en annen enn det som ble formidlet, kan det gjenstå et erstatningsansvar for deler av tapet.

## 5.10 Harmonisering og krav til gjennomføring av regelen

Problemstillingen er hva EU-rettslige prinsipper betyr for tolkningen av når det skal sendes tillegg til prospekt. Det er et hierarki mellom rettskildene i EU, og når man tolker prospektdirektivet, må man ta hensyn til de overordnede traktatene i EU.<sup>230</sup> Prinsippet om subsidiaritet tilsier at en avgjørelse bør tas på lokalt nivå hvis det er hensiktsmessig.<sup>231</sup> <sup>232</sup> For tilleggsprospekt gjelder det spesielt sanksjonene mot å bryte reglene. Disse må ha sammenheng med de andre sanksjonene i nasjonalstaten, og derfor er sanksjonene bestemt på lokalt nivå av hvert enkelt medlemsland. EU legger altså ikke opp til noe felles nivå av sanksjoner. Hvis myndighetene treffer et tiltak knyttet til et tilleggsprospekt, må tiltakets virkning stå i et rimelig forhold til det formålet inngrepet har.<sup>233</sup>

---

<sup>229</sup> Bjelland (2014) s. 83

<sup>230</sup> Sml. drøftelse i forelesningsnotater Mads T. Andenæs, UiO, Selskapsrett valgfag Vår 2012 s. 40

<sup>231</sup> Jfr. TEU artikkel 5 tredje ledd

<sup>232</sup> Craig and de Búrca (2011) s. 168

<sup>233</sup> Jfr. det ulovfestede prinsippet om proporsjonalitet i EU/EØS-retten, f. eks. EFTA Pedicel avsnitt 56

ESMA har utredet sanksjonene som ulike EØS-land har for brudd på prospektplikten, men brudd på regelen for tilleggsprospekt ble ikke undersøkt.<sup>234</sup> Det er en alvorlig unnlattelse om det aldri blir utarbeidet et prospekt, men også å utelate tilleggsprospekt kan skade investorene. Derfor kan man stille spørsmålsteget ved at brudd på plikten til å offentliggjøre tilleggsprospekt ikke ble undersøkt i studien.

Hensyn til investorer som er bundet i transaksjonen, gjør seg ikke gjeldende ved et opprinnelig prospekt. Investorer som har tegnet seg i en transaksjon, står i en sårbar posisjon dersom regelen om tilleggsprospekt ikke håndheves. Det har sin bakgrunn i at et styre ikke er tjent med at negativ informasjon blir kjent i tegningsperioden, fordi tegningsinteressen vanligvis ville minke. I disse tilfellene kan man si at investorinteressen er truet.

I en tegningsperiode kan det bli færre beskjeder om initiativ til oppkjøp eller restruktureringer, siden det er naturlig å vente til en påbegynt finansiering er fullført. Også andre aktører i bransjen vil vanligvis vite om transaksjonen, og de vil ta hensyn til dette i sine beslutninger. På den annen side kan andre aktører se muligheter i å kjøpe opp et selskap som trenger finansiering dersom de selv har et overskudd av kapital.

Etter svensk lov skal Finansinspeksjonen underrette europeiske myndigheter når et tillegg er godkjent og sende med kopi.<sup>235</sup> Dermed har harmoniseringshensynet kommet til uttrykk som en pliktnorm for myndighetene, men slutninger fra svensk lovtekst har lav vekt i norsk rett.

Prospektdirektivet åpner for at myndighetene kan ta ytterligere forholdsregler for å beskytte investorene hvis utsteder eller finansinstitusjonen fortsetter å bryte relevante regler.<sup>236</sup> Teksten på engelsk er «all appropriate measures in order to protect investors». Hvis det blir tale om en reaksjon som defineres som straff, setter legalitetsprinsippet skranker for myndighetene.<sup>237</sup> Slike regler må formelt sett ha forankring i norsk lov, og materielt sett må det være klarhet rundt det sentrale innholdet av reglene.<sup>238 239</sup> På finansrettens område er det ofte benyttet

---

<sup>234</sup> Fra internett 12. mars 2015: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-619\\_report\\_liability\\_regimes\\_under\\_the\\_prospectus\\_directive\\_published\\_on\\_website.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf)

<sup>235</sup> Svensk lag om handel med finansielle instrument § 34 andre ledd

<sup>236</sup> Prospektdirektivet 2003/71/EU artikkel 23 andre ledd gir etter endring i 2010/78/EU artikkel 5 (12) hjemlandets finanstilsyn etter å ha informert ESMA kompetanse til å bruke «all appropriate measures in order to protect investors»

<sup>237</sup> Grunnloven § 96, EMK artikkel 7, jfr. menneskerettighetsloven § 2

<sup>238</sup> Grunnloven § 76 flg.

<sup>239</sup> EMD Cantoni mot Frankrike

tvangsmidler sammen med offentliggjøring av inngrepet. Det begrunnes i at allmennpreventive hensyn er sentrale innen finansretten, samt at det er grunn til å tro at en slik fremgangsmåte virker avskrekkende. Det kan tenkes at prospektdirektivet artikkel 5 tolvte ledd anføres som hjemmel for kombinasjonen av tvangsmiddel og offentliggjøring.

Den EU-rettslige metoden er preget av bestrebelser på å oppnå internasjonal harmonisering av rettsreglene.<sup>240</sup> Det tilsier en stadig bevegelse mot en full likhet i reglene, men en total unifisering er det ikke mulig å oppnå. Hvert enkelt land skal ha muligheten til å opprettholde en sammenheng i sitt indre system av regler, samtidig som man vil oppnå den effektivitet og beskyttelse av individer som harmonisering i EØS-området kan gi.<sup>241</sup> Et overordnet mål for reguleringen av tilleggsprospekter er at samme regler skal gjelde uavhengig av hvilket selskap det omhandler eller hvilken instans som tar stilling til saken. Man kan spørre om det er en margin for forskjellig gjennomføring i medlemsstatene. Plikten for et EU-land er å oppnå det resultatet som prospektdirektivet krever. Det er frihet for landet til å velge form og metode på gjennomføringen.<sup>242</sup> Forskjellene kan være direkte uttalt<sup>243</sup> eller de kan komme indirekte til uttrykk<sup>244</sup>. Prospektdirektivet er i tråd med dette gjennomført på forskjellige måter i de ulike medlemsstatene.

Hvis EU har valgt minimumsharmonisering, kan medlemslandet velge å gi bedre beskyttelse enn et direktiv uten å bryte med det.<sup>245</sup> EU har valgt en mer omfattende harmonisering enn dette for prospektdirektivet. Ved full harmonisering skal medlemslandet gi et bestemt nivå av beskyttelse, og medlemslandene kan ikke fravike dette nivået. For eksempel kan ikke en medlemsstat ha bestemmelser som gir en bedre investorbeskyttelse enn et fullharmoniserende direktiv.<sup>246</sup> I ett bestemt direktiv kan det være forskjellige grader av beskyttelse, og disse må bestemmes ved tolkning. Prospektdirektivet har for øvrig vært omtalt som et fullharmoniseringsdirektiv i norske forarbeider.<sup>247 248</sup>

---

<sup>240</sup> Craig and de Búrca (2001) s. 600

<sup>241</sup> Arnesen og Stenvik (2009) s. 44

<sup>242</sup> TFEU artikkel 288 andre ledd

<sup>243</sup> Jfr. forbrenningsdirektivet

<sup>244</sup> ECJ EKRO og begrepet «thin flank»

<sup>245</sup> Fra internett 10. mars 2015: <http://www.regjeringen.no/nb/sub/europaportalen/eos/eos-notatbasen/notatene/2010/apr/forslag-til-europa-parlamentets-og-radet.html?id=603600>

<sup>246</sup> Fra internett 10. mars 2015: <http://www.regjeringen.no/nb/dep/jd/dok/nouer/2009/nou-2009-11/5/1.html?id=563006>

<sup>247</sup> Stortingsproposisjon nr. 80 (2003-2003) om samtykke til godkjenning av EØS-komiteens avgjørelse om innlemming av prospektdirektivet 2003/71/EU

Ved prospektdirektivet artikkel 16 har EU for det første krevd at det skal finnes en regel om tilleggsprospekt. EU har valgt å harmonisere at det skal være minst to dagers rettighet til å trekke seg etter at det er sendt ut et tilleggsprospekt. Her er det spesiell grunn til harmonisering, siden det vanligvis gjelder store beløp som kan krysse nasjonale grenser med korte tidsfrister. Dette er et område hvor investorene er sårbare for å lide tap. Når investorene beskyttes med en regel om tilleggsprospekt, bidrar det til en økonomisk integrasjon mellom landene.<sup>249</sup>

<sup>250</sup> Da er det samsvar mellom formål om investorbeskyttelse og den graden av harmonisering som er valgt.

Trekkrettigheten etter at det er sendt ut tilleggsprospekt er en viktig del av investorbeskyttelsen, ettersom bestiller ellers ville bære risikoen for endringer i den tidsperioden transaksjonen varer.<sup>251</sup> At det skal være en to dagers frist er en minimumsrettighet for investorene, men det skal også være adgang for selskapet<sup>252</sup> å tillate mer enn to dagers trekkrettighet. Dermed er det adgang for selskapet å gi bedre beskyttelse for investorene. Når selskapene kan velge, blir det ikke noe hinder for formålet effektivitet. For statene er dette full harmonisering i og med at de skal gi adgang til forlengelse ut over to dager.

Regellikheten blir stor når det er en konkret frist slik som to dagers trekkrettighet, mens der det brukes skjønnsmessige inngangsvilkår som prisdrivende informasjon blir det rom for tolkning.

## **6 Rettsvirkninger av brudd på tilleggsplikten**

### **6.1 Kontraktsrettslig virkning av feil ved tilleggsprospekt**

Problemstillingen er hva som er den kontraktsrettslige virkningen dersom utsteder ikke sender tilleggsprospekt når loven krever det. Tegneren vil for eksempel kreve erstatning på bakgrunn av kontraktsbrudd ved misligholdt informasjonsplikt. Man kan spørre om det alminnelige prospektansvaret i verdipapirhandelloven § 7-18 kan inntre etter en prisdrivende ny omstendighet som ikke blir håndtert riktig med tilleggsprospekt. Ordlyden «ansvarlig for at prospek-

---

<sup>248</sup> Fra internett 10. mars 2015:

<http://www.regjeringen.no/Rpub/STP/20032004/080/PDFS/STP200320040080000DDDPDFS.pdf> punkt 4

<sup>249</sup> Jfr. TEU artikkel 1 andre ledd med ordlyden «ever closer union»

<sup>250</sup> Fra internett 11. mars 2015: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:FULL:EN:PDF> s. 17

<sup>251</sup> Jfr. prospektdirektivet artikkel 16 nr. 2

<sup>252</sup> Eller tilrettelegger

tet fyller de krav som er fastsatt» tilsier etter naturlig språklig forståelse at innholdet av det som offentliggjøres før transaksjonen, må være i samsvar med bestemmelsene i verdipapirhandelloven. Selv om tillegget ikke er del av det opprinnelige prospektet, vil prospektet etter tillegget ikke kunne leses uavhengig av tillegget. En slik tolkning av loven i sammenheng tilsier at prospektansvaret også gjelder for tillegg. Et viktig formål med loven er investorbetskyttelse, og det taler for at sanksjoner også skal gjelde ved ny informasjon i tegningsperioden. Selv om lovens tekst ikke tar med tillegg, vil lovens sammenheng og formål få stor gjennomslagskraft. Tolkningsresultatet blir at prospektansvaret også gjelder for tillegg.

Det nærmere innholdet av prospektansvaret følger av alminnelige selskapsrettslige regler. For børsnoterte selskaper er det regulering av erstatningsansvar i allmennaksjeloven kapittel 17. Normbruddet ved unnlattelse av å sende tilleggsprospekt vil være et viktig moment i en vurdering av erstatningsansvar etter allmennaksjeloven § 17-1 første ledd. Det økonomiske tapet blir antall aksjer multiplisert med differanse mellom transaksjonspris og prisen i annenhåndsmarkedet. Man kan hevde at det foreligger årsakssammenheng mellom ansvarsgrunnlaget og det økonomiske tapet ved at unnlattelsen av å sende tillegg gjorde at investoren fikk for mange aksjer allokert, og et tap følger hvis disse har falt i verdi. Den danske Hafniasaken fra 1992 handlet om tap etter uriktig informasjon ved en kapitalutvidelse.<sup>253</sup> Det var tatt inn en klausul om plikt til oppdatering ved negativ utvikling, og denne ble ikke overholdt. To investorer ble i 1999 av dansk underrett tilkjent erstatning fra tilrettelegger og revisor, mens to personer i Hafnias ledelse ikke ble ilagt ansvar. Konkursboet til Hafnia saksøkte deretter tilrettelegger og revisor for et større beløp. Denne ankesaken ble avgjort i dansk høyesterett i 2002. Man fant ikke slike mangler ved prospektet at det hjemlet erstatningsansvar. Nordisk rettspraksis er en rettskilde som kan anses relevant, men gjennomslagskraften vil være begrenset.

Man kan spørre om det vil være andre kontraktsrettslige virkninger enn erstatning hvis det ikke sendes tilleggsprospekt. Rettslig grunnlag er alminnelige kontraktsrettslige prinsipper. Kontraktens karakter kan diskuteres, på den måten at det er to korresponderende dispositive utsagn ved prospekt og tegning, men til forskjell fra en vanlig sluttet kontrakt gjenstår vanligvis bestemmelse av pris, volum og leveringstid og endelig bekreftelse av handelen. Eventuelle virkninger utenom erstatning kan være krav på naturaloppfyllelse, heving, lemping eller ugyldighet.<sup>254</sup> Det er ulike betegnelser for disse virkningene i forskjellige europeiske land. EU-domstolen tok stilling til informasjonsbruken ved tilleggsprospektet i Timmel mot Aviso Zeta-saken C-359. For EU-domstolen gjaldt det en anmodning om en prejudisiell avgjørelse, slik at virkningen ikke ble kommentert. Den opprinnelige nasjonale saken i Østerrike var «vedrø-

---

<sup>253</sup> Fra internett 18. februar 2015: [https://www.facworld.com/FACworld.nsf/9d94750abebbb81985256804005d50ea/4c8dbb9a5d6eb56a85256ac5005a6e9f/\\$FILE/d&oeurope.pdf](https://www.facworld.com/FACworld.nsf/9d94750abebbb81985256804005d50ea/4c8dbb9a5d6eb56a85256ac5005a6e9f/$FILE/d&oeurope.pdf) s. 24

<sup>254</sup> Knudsen (1997) s. 1

rende opsigelse af en kontrakt hvorved M. Timmel havde tegnet 40 000 stk. værdipapirer» som det står i avsnitt 2 av den danske oversettelsen av dommen. Hvis det blir påberopt heving i en norsk sak, beror avgjørelsen på en tolkning av alminnelige kontraktsrettslige prinsipper. Det alminnelige vilkåret for heving er vesentlig kontraktsbrudd, se 5.8.1 ovenfor.

I underrettspraksis har det blitt lagt til grunn at det skal mye til for at erstatningsvilkåret årsakssammenheng er tilstede. I en dom fra Borgarting lagmannsrett nådde ikke investorene frem med anke til Høyesterett etter at styremedlemmer i et eiendomsfond ikke ble ilagt erstatningsansvar.<sup>255</sup> Blant anførselene var feil ved det opprinnelige prospektet, som ikke opplyste at fondet allerede hadde bundet seg til store forpliktelser som ikke var finansiert. Borgarting fant prospektet mangelfullt etter verdipapirhandelloven § 7-13. Investorene anførte at hvis fondet tok på seg forpliktelser i tegningsperioden, var det et krav at det «måtte ha vært utarbeidet et tilleggsprospekt». Borgarting viste til en senere kvartalsrapport som var offentliggjort og «forutsetter således at denne rapporten var kjent for Investorene». Dette var i følge Borgarting et argument for at «feilen i prospektet ikke har hatt noen avgjørende betydning for investorenes aksjekjøp». Dermed uttalte retten at den «er kommet til at det ikke foreligger tilstrekkelig årsakssammenheng mellom informasjonsmangelen og aksjetegningen», og investorene ble ikke tilkjent erstatning.

For vår diskusjon er det grunn til å spørre hvorfor Borgarting ikke tok stilling til anførselen om manglende tilleggsprospekt etter verdipapirhandelloven § 7-15. Dommeren fant «feil» som «kan få betydning for vurdering av verdipapirene» når det var en mangelfull opplysning om de store udekkede forpliktelsene. Dette var kjent i tegningsperioden, og da følger det en plikt til å utarbeide og offentliggjøre tilleggsprospekt. Man kan mot dette anføre at feilen var kjent og at den da ikke «fremkommer» etter ordlyden i § 7-15, men reelle hensyn tilsier at det er liten grunn til å beskytte den som holder tilbake informasjon om egne feil for å sikre seg finansiering. Dersom det hadde blitt sendt tilleggsprospekt, ville investorene fått en trekkretthet etter verdipapirhandelloven § 7-21 andre ledd. Man kan si at brudd på rettsregelen i verdipapirhandelloven § 7-15 kunne fått betydning for spørsmålet om det forelå erstatningsplikt. På en slik bakgrunn kan det hevdes at anførselen burde vært vurdert av Borgarting. Hvis tilbakeholdt tilleggsprospekt hindret investorene i å få rett til å trekke seg fra tegningen, taler mye for at det vil være en årsakssammenheng mellom tilbakeholdelsen og investorenes tap.

Borgarting ser ut til å ha lagt vekt på at investorene kjøpte aksjer også på et senere tidspunkt og til en lavere pris. Dette ser ut til å ha blitt tillagt vekt som en aksept av at det ikke forelå årsakssammenheng mellom prospektfeilen og investorenes tap. Dersom anførselen om mang-

---

<sup>255</sup> Se nå verdipapirfondloven av 2011



lende tilleggsprospekt hadde blitt behandlet, kunne årsakssammenhengen på tidspunktet da tapet oppstod kommet mer i sentrum for avgjørelsen.

Denne underrettsavgjørelsen illustrerer at tegningsperioden er et tidsrom med spesielle hensyn når det gjelder informasjonsbehandling. Det skal mindre til for å konstatere årsakssammenheng mellom informasjonsfeil og tap i denne perioden. Investor tar spesielt viktige avgjørelser ved slike tegninger siden man ikke kan spre bestillingene over tid. Det kommer også vanligvis store verdiendringer i tidsrommet rundt emisjoner. Dette tilsier en tolkning med en lav terskel for at det skal sendes tilleggsprospekt. Et av EU-kommisjonens minimumstilfeller er «new significant financial commitment is undertaken», slik at betydelig økte finansielle forpliktelser utløser tilleggsprospekt ved verdipapirhandel.<sup>256</sup>

Det kan også være krav om erstatning på grunn av villedning med tilleggsprospekt. For eksempel har et selskap sendt et tilleggsprospekt om en omstendighet som fremstilles på en måte som er egnet til å få investorene til å ta feil valg ved bestillingen. En avgjørelse i dansk høyesterett kan illustrere forholdet uten at den vil få avgjørende gjennomslagskraft i norsk rett.<sup>257</sup> I saken hadde banken som tilrettelegger mottatt tegninger for mindre enn halvparten av det forespeilede transaksjonsbeløpet. Banken hadde tatt på seg et garantiansvar for at det nødvendige beløpet ble innhentet. Høyesteret fant at det ble opprettet et foretak alene med formål å tegne mer enn halvparten av transaksjonen, og at dette nye foretaket ble finansiert av banken på grunn av emisjonsgarantien. Det børsnoterte selskapet sendte samme dag en børsmelding om at transaksjonen var overtegnet og at det ville bli avkorting av tegningene. Dansk Høyesteret uttalte at banken søkte å påvirke kursdannelsen ved børsmeldingen og motvirke investorenes interesse i avhendelse som en rettvise meddelelse kunne ha utløst. Den tvilen om hvordan den enkelte investor ville handlet ved en korrekt børsmelding, måtte banken som tilrettelegger bære bevisrisikoen for, ettersom den hadde sendt ut en villedende børsmelding. Utgangspunktet var dermed ifølge Høyesteret at banken skal dekke tapet som investor har lidt ved å la være å selge aksjene i tillit til at børsmeldingen var korrekt. Også tvilen om en korrekt børsmelding ville ledet til salgspress måtte tilrettelegger bære, slik at det ble antatt at tegneren ville fått solgt aksjene igjen til emisjonskursen.

Flertallet på fire dommere fant at banken måtte dekke tapet fra emisjonskurs til aksjekursen etter et senere avlagt årsregnskap, men ikke tapet etter dette. Mindretallet på tre dommere mente også at det måtte være en tidsmessig grense for årsakssammenhengen, men de ville la

---

<sup>256</sup> Fra internett 18. mars 2015: <http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&t=PDF&gc=true&sc=false&f=ST%207589%202014%20INIT> Artikkel 2 bokstav g

<sup>257</sup> UfR.2000.2176 Commercial, under avsnittet «Høyesterets bemærkninger» fra internett 6. mars 2015: <http://jura.karnovgroup.dk/document/7000197152/2?versid=37-1-1998>

banken dekke det fulle tapet som ble realisert da det børsnoterte selskapet gikk konkurs tre år senere. De la vekt på karakteren av bankens rettsbrudd og at det var en relativt kort tidsperiode. Mindretallet bemerket at investoren først flere år senere fikk kjennskap til fremgangsmåten som pådro banken ansvar. I denne saken var det en børsmelding om tegningsinteressen som var villedende og som utløste erstatningsansvar. En kan se for seg at også et tilleggsprospekt kan benyttes til en lignende konstruksjon, men det kan også anses som mindre sannsynlig siden det utløser trekkrettighet.

Hvis det ikke sendes tilleggsprospekt, vil altså den kontraktsrettslige virkningen hovedsakelig være erstatningsansvar i samsvar med allmennaksjelovens regler.

## **6.2 Er det straffbart å bryte plikten til å sende tilleggsprospekt?**

Problemstillingen er om det er straffbart å bryte plikten til å sende tillegg til prospekt. Straffebestemmelsen i verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 1 viser ikke til § 7-15. En naturlig tolkning av denne ordlyden sammen med legalitetsprinsippet på strafferettens område, jfr. Grunnloven § 96, er at det i utgangspunktet ikke er straffbart å bryte plikten til å sende ut tillegg til prospekt.<sup>258</sup> Dermed er det en forskjell til den straffesanksjonen som rammer de som overtrer plikten til å sende ut et ordinært prospekt, noe som kommer av at det vises til §§ 7-2 og 7-3 fra § 17-3 andre ledd nr. 1.

I norsk forvaltningspraksis har Finanstilsynet ved offentlig brev tildelt kritikk til Klassekampen AS for brudd på plikten til å utarbeide et nasjonalt prospekt.<sup>259</sup> Da Cecon ASA brøt EØS-prospektplikten ved notering av tegningsrettigheter ble det vektlagt at det var innhentet juridisk råd, slik at selskapet hadde gjort «det som med rimelighet kan forventes». Det ble også lagt vekt på at Oslo Børs lot rettighetene notere uten prospekt. Man kan argumentere for at dette utgjør sedvanerett som kan påberopes til gunst for tiltalte i en straffesak uten at legalitetsprinsippet setter grenser.<sup>260</sup>

I forarbeidene til verdipapirhandelloven er det følgende kommentar til § 17-3:

I annet ledd er overtredelse av bestemmelsen i § 7-3 om prospektplikt ved opptak til notering, gjort straffbar på lik linje med overtredelse av prospektplikt ved tilbud om

---

<sup>258</sup> Dette ser ut til å være et tilfelle Andenæs (2004) s. 3 kaller *leges imperfectae*.

<sup>259</sup> Finanstilsynets nettsider fra internett 2. mars 2015: <http://www.finanstilsynet.no/no/Artikkelarkiv/Brev/2012/Brudd-pa-plikten-til-a-utarbeide-nasjonalt-prospekt/>

<sup>260</sup> Andenæs (2004) s. 106

tegning eller kjøp etter § 7-2, i samsvar med utvalgets forslag. Likhets hensyn tilsier at overtredelse av begge de to bestemmelsene bør kunne sanksjoneres med straff.<sup>261</sup>

Her kommer lovgivers vurdering av det straffbare til syne. Straffbarheten i overtredelse av regelen om tilleggsprospekt er ikke nevnt. Det er vanskelig å trekke rettskildemessige slutninger fra at et tema som ikke er behandlet i forarbeidene. Der straffebestemmelsen er generell og plassert i et eget kapittel må lovteksten ha god sammenheng for at de tiltenkte virkningene oppnås. Dette kan være en retts teknisk forklaring på at brudd på plikt til å sende tilleggsprospekt ikke er straffbart.

Fortalen til prospektdirektivet gir plikt for medlemsstatene til å ha et system av sanksjoner ved brudd, og sørge for gjennomføring av reglene.<sup>262</sup> Sanksjonene skal være effektive, proporsjonale og forebyggende. Holder vi de norske sanksjonene opp mot EØS-kravet til effektiv gjennomføring av rettsregler, kan det se ut som de norske reglene gir mindre effektiv gjennomføring av regelen om tilleggsprospekt.<sup>263</sup> Verdipapirhandelloven har dermed ikke straffsanksjonert utelatelse av å sende tilleggsprospekt.

### **6.3 Straffbar villedning ved tilleggsprospekt**

Problemstillingen er om det er straffebestemmelser som kan ramme den som utarbeider tilleggsprospekt med feil. Etter verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 3 straffes den som forsettlig eller uaktsomt «gir villedende eller uriktige opplysninger i prospekt, annonse mv. som nevnt i § 7-13 og 7-15». Ordene «gir[...] uriktige opplysninger» må språklig tolkes som at det er utvist aktivitet ved at det er sendt ut et tilleggsprospekt med feil. En type feil vil være en uriktig beskrivelse av det som er inntruffet av «omstendighet», jfr. verdipapirhandelloven § 7-15 første punktum. For eksempel har selskapet gitt beskjed om at et skip blir satt ut av drift i en uke, mens det korrekte skulle vært et halvt år. Et annet eksempel er et selskap som har tatt med et feil anslag for en patentverdi i prospektet, og når det blir utarbeidet tilleggsprospekt gjør man en ny feil. Et tredje eksempel kan være en petroleumslisens som har blitt angitt med anslag for estimert oljemengde uten en presisjon som tilfredsstiller bransjestandarden. Hvis man heller ikke i tilleggsprospektet oppnår en tilstrekkelig presisjon, vil det være «uriktige opplysninger».

---

<sup>261</sup> Ot.prp.nr.34 (2006-2007) s. 445 fra lovdata.no 12. juni 2014

<sup>262</sup> EU-direktivet 2003/71/EC premable (43)

<sup>263</sup> EØS-avtalen artikkel 3, jfr. EØS-loven § 1. Directive 2010/73/EU, fortalens punkt (26) viser til gjennomføringskravet i TFEU artikkel 291.

Straffebestemmelsen har et alternativt vilkår «gir villedende [...] opplysninger».<sup>264</sup> En naturlig forståelse av denne ordlyden er en handling som formidler et innhold som er egnet til å få andre personer til å komme i en forskjellig situasjon enn de ellers ville vært. Ved bruk av tilleggsprospekt kan det referere til en «omstendighet». For eksempel har selskapet offentliggjort et tilleggsprospekt der en ny kontrakt med et verdensledende firma annonseres. Hvis det fremstilles som om man blir en stor leverandør, mens det i virkeligheten er en flyktig kontakt, vil det være en faktor som kan få investorer til å tegne for et høyere beløp enn det som ellers ville vært tilfellet.

Et tilleggsprospekt som korrigerer «vesentlig feil» i prospektet på en «villedende» måte kan være en uriktig opplysning som senere omtales som usikker. For eksempel kan selskapet ha oppgitt et anslag for oljemengden i en letelicens. Når man utarbeider tillegg etter at det har kommet for en dag at en avgrensningsbrønn har avgjort at det ikke finnes oljeekvivalenter i området, kan selskapet erstatte den opprinnelige feilen med et anslag for usikkerhet om hva som er oljemengden. Det kan oppfattes som at man har økt tro på muligheten for at det er et felt med stor økonomisk betydning.

Også en «unøyaktighet» kan bli gjenstand for en «villedende» oppdatering med tilleggsprospekt. Da gjelder det en upresis opplysning i prospektet som blir fremstilt i tillegget på en måte som fører investorene på villspor. Anta at det var en upresis angivelse av et estimat for hvilken bølgehøyde et skip tåler før operasjonene må avbrytes. Hvis man for eksempel endrer angivelsen av forventet operasjonsområde i tillegget uten at det er grunnlag for en slik endring, kan det føre til at noen tegnere ikke benytter trekkrettigheten slik de ellers ville gjort.

Når straffebestemmelsen inkluderer ordet «villedende» åpnes det for å la noen tilfeller passere ustraffet. En språklig forståelse av ordlyden er at «villedende» refererer til normer utenfor straffebudet, og disse kan brukes til å tolke regelen innskrenkende.<sup>265</sup> En atferd som det ikke er noe «villedende» med, blir ustraffet fordi det er tatt inn en slik reservasjon.<sup>266</sup> Reservasjonen innebærer at lovgiver ikke vil straffe alle forhold som ellers passer under gjerningsbeskrivelsen i straffebudet.<sup>267</sup> Ved tolkning av slike bestemmelser har Høyesterett foretatt en avveining mellom de hensyn regelen beskytter og andre relevante hensyn. I Rt. 1979 s. 1492 Listesaken ble flere journalister dømt for å ha offentliggjort hemmeligholdt informasjon. I straffebestemmelsen var det vilkår om rettsstrid. Høyesterett lot hensyn til hemmelighold gå foran

---

<sup>264</sup> Verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 3

<sup>265</sup> Andenæs (2004) s. 154

<sup>266</sup> Sml. Mæland (2012) s. 95

<sup>267</sup> Andenæs (2004) s. 154

pressens trykkefrihet. I vår sammenheng kan avveiningen være investorenes interesse av ikke å bli villedet av et tilleggsprospekt satt opp mot organisasjonsfriheten til selskapet. Organisasjonsfriheten ser ut til å være vurdert så høyt at det i utgangspunktet ikke er straff for feil bruk av tilleggsprospekt. Det må et villedende element til for at man griper til straffesanksjoner.

Rammer bestemmelsen om villedning den som unnlater å sende ut tilleggsprospekt? Siden ordlyden «gir» retter seg mot en aktiv handling, vil passivitet i utgangspunktet ikke være straffbart. I så fall må det være tale om et uekte unnlatelsesdelikt.<sup>268</sup> I disse tilfellene kan det være problematisk å påvise årsakssammenheng mellom unnlatelsen og virkningen som motiverer straffebestemmelsen. For eksempel kan det være vanskelig å karakterisere unnlatelsen fra selskapet som merker seg en omstendighet, men som lar være å sende tilleggsprospekt, som å forårsake at investorer forledes til å tegne. Det samme gjelder et selskap som oppdager en vesentlig feil eller unøyaktighet i prospektet, men som unnlater å sende tilleggsprospekt. På den annen side kan man hevde at unnlatelsen forårsaker villedningen siden investorene ikke ville tegnet hvis tillegget hadde vært korrekt offentliggjort, eller investorene ville benyttet trekkrettigheten. Dette kan man anføre at fanges opp av ordlyden «gir villedende eller uriktige opplysninger», men det er vanskelig å kalle det en naturlig språklig forståelse. Det må antas at unnlatelsen kunne forhindret den forledende effekten på investorene. For eksempel er det en betingelse for straffbarhet at et korrekt tillegg ville forhindret investorene fra å ende opp med bestillingen. Da må man kunne ha ventet en handling i form av et riktig tilleggsprospekt, slik at man kan si at unnlatelsen av å sende tillegg forklarer investeringen. Det kan argumenteres for at selskapet har en omsorgsplikt på bakgrunn av sin drift, tilsynsplikt og alminnelige opplysningsplikt, noe som spesielt gjør seg gjeldende i en transaksjonsperiode. Hvis prosessen med tilleggsprospekt ikke gjennomføres ordentlig, er det en viktig forklaring på en for stor bestilling.

Det er ikke noen terskel for de «villedende eller uriktige opplysninger» i verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 3. Reelle hensyn til å straffe bare det som er straffverdig taler for å tolke inn en priseffekt på linje med ordlyden i § 7-15 første punktum. Man kan reise spørsmålet om det blir straffeskjerpene følger hvis resultatet blir at markedsprisen faller tilbake etter transaksjonen, spesielt hvis den ansvarlige kunne ha innsett dette.<sup>269</sup> Dette spørsmålet blir ikke forfulgt siden det hovedsakelig vil håndteres ved en eventuell straffeutmåling. Det kan også spørres om *forsøk* på villedning med tilleggsprospekt er straffbart. Siden overtredelsen er en «forseelse», jfr. verdipapirhandelloven § 17-3 fjerde ledd andre punktum, er ikke forsøk

---

<sup>268</sup> Andenæs (2004) s. 137

<sup>269</sup> Sml. Andenæs (2004) s. 226

straffbart.<sup>270</sup> Kravet til straffeskyld i verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd er «forsettelig eller uaktsomt», slik at loven legger opp til en lav terskel for at det strafferettslige skyldkravet er oppfylt.

«Medvirkning» er straffbart etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 17-3 fjerde ledd første punktum. Det betyr at personkretsen for de som straffes utvides til å ta med de som med skyld har gitt et bidrag til gjerningspersonens utførelse. Dermed kan tilretteleggere og rådgivere rammes. Det kan spørres om hovedpersonen er straffeansvarlig dersom det er en medvirker som har forledet ham til å gi «uriktige opplysninger». Man kan tenke seg at letesjefen i et oljeselskap har fremstilt resultatet av en avgrensningsbrønn som lovende mens det i realiteten var tørt. Både for styret som har offentliggjort et tilleggsprospekt med et slikt innhold, og for letesjefen kan det foreligge straffansvar.

Man kan spørre om det er grunnlag for foretaksstraff, jfr. straffeloven § 48a første ledd. Etter ordlyden kan et foretak straffes når et straffebud er overtrådt av noen som handlet på vegne av foretaket. «Foretak» inkluderer selskap etter § 48a andre ledd, slik at bestemmelsen kommer til anvendelse på et utstederselskap. Hvorvidt vilkårene er oppfylt hører til det strafferettslige skyldspørsmålet. Vilåret etter § 48a første ledd første punktum er at et «straffebud er overtrådt av noen som har handlet på vegne av et foretak». Etter verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 3 er villedning med tilleggsprospekt straffbart. Neste spørsmål er om en unnlatelse rammes når ordlyden er «har handlet». Utgangspunktet etter ordlyden er at det må være en aktiv handling for å bryte et straffebud, men det kan være særskilte omstendigheter som gjør at unnlatelse straffes. Slike særskilte omstendigheter kan foreligge når det er en rettslig plikt til å sende ut tilleggsprospekt etter verdipapirhandelloven § 7-15, spesielt når den fører med seg trekkrettighet etter § 7-21 andre ledd.

Ordlyden i straffeloven § 48a første ledd første punktum andre komma er «kan foretaket straffes». Det er opp til domstolen å bestemme om det skal ilegges foretaksstraff, jfr. ordet «kan», og vurderingen av hvorvidt adgangen som skal benyttes tilhører straffeutmålingsspørsmålet. Ordet «særlig» taler for at oppramsingen av retningslinjer i bestemmelsen ikke er uttømmende. Strl. § 48b bokstav a) viser til «straffens preventive virkning». Grunnen til å legge vekt på prevensjon for foretak er at det ofte er tale om straffbare handlinger som er foretatt av underordnede.<sup>271</sup> Etter straffeloven § 48b bokstav c) om mulig forebygging er det relevante argumenter at det er få beslutningstakere og at prosessen er konsentrert ved tilleggsprospekt. Med

---

<sup>270</sup> Straffeloven § 49 andre ledd.

<sup>271</sup> Andenæs (2004) s. 277

tanke på å identifisere en «omstendighet» er det gjerne svært mange ansatte uten at man kan velge ut hvem som kan bebreides.

Foretaksstraffen rammer omdømmet til utsteder, og kan dermed lede til gode rutiner internt for å unngå negativ omtale. Det er ikke den enkelte overtreders som straffes, men eksisterende aksjonærer og den generelle interesse som er knyttet til organisasjonen. På samme måte som ved erstatning, blir ledende ansattes handlinger til et objektivt ansvar for aksjonærene. Lovgi-ver kan da sies å ha tatt det standpunkt at foretaksstraff er et middel som kan forebygge lov-brudd på foretakets vegne.

Straffeloven § 48b bokstav b om overtredelsens grovhet kan referere til type skade eller om-fanget. Siden terskelen for å sende tilleggsprospekt etter ordlyden er lav, kan det være tilfeller med liten grad av grovhet i forholdet. På den annen side kan det være bevisst villedning fra den som har en informasjonsfordel, og skaden kan bli betydelig for investorene. Dette vil ut-gjøre viktige momenter for å ilegge foretaksstraff. Bokstav d om foretakets interesse vil van-ligvis være aktuell, siden en tegningsmelding gjerne bidrar til at transaksjonen blir gjennom-ført. En kan diskutere om også virkningen på tilretteleggers kunder ved gunstig avkastnings-historikk er en del av «foretakets interesse». Bokstav f om «foretakets økonomiske evne» vil vanligvis være et forsterkende element. Det er riktignok et selskap som er ute etter finansie-ring, men det kan være i forskjellige tilstander rent finansielt. Hvorvidt emisjonen har vært vellykket kan utgjøre et moment.

Det kan være vanskelig å avgjøre om man skal statuere foretaksansvar der det er et annet fore-tak som har utført den skadevoldende handling. Ved tilleggsprospekt er oppgaven med utar-beidelsen ofte satt ut til tilrettelegger og juridiske rådgivere, mens selve offentliggjøringen vanligvis vil komme fra utsteder selv. Ved unnlatelse av å sende tilleggsprospekt, kan beslut-ningen ha blitt tatt av rådgivere i forskjellige grader av samarbeid med utsteder. I Rt. 1982 s. 645 fikk byggherren ansvar for selvstendig oppdragstakers overtredelser av forskrift om løfte-anretninger. Høyesterett fant at det måtte bero på en vurdering av de konkrete forhold. Det måtte ha vært en reell myndighet til instruksjon og kontroll som er brutt, og eventuell økono-misk interesse i overtredelsen måtte tillegges vekt i vurderingen. En utsteder har engasjert tilrettelegger, og har da en myndighet til instruksjon og kontroll. Straffeloven § 48b bokstav e) referer til «fordel ved overtredelsen», noe som kan være vanskelig å avgjøre ved en situa-sjon som har krevd tilleggsprospekt. Det vil ofte være tilfellet at utstederselskapet har interes-se av unnlatelse av å sende tilleggsprospekt eller villedning som er foretatt i den forbindelse, og dette momentet skal ifølge Høyesterett ha vekt, jfr. Rt. 2002 s. 1312, der det var tiltale for overtredelse av flaggeregulene i verdipapirhandel. Det avgjørende måtte være om overtredelsen etter sin art var egnet til å påvirke kursen. Høyesterett bemerket at prinsipalen heftet for even-tuelle feil begått av meglerforetaket som selvstendig oppdragstaker på grunn av identifika-

sjon. Dermed taler dommen for at utsteder blir ansvarlig for straffbare handlinger foretatt av tilrettelegger på området for tilleggsprospekt.

Villedning med tilleggsprospekt er altså straffbart, og det samme gjelder medvirkning. Reglene om foretaksstraff kommer inn som ledd i utmålingen av en eventuell bot til selskapet.

#### **6.4 Gebyr og midlertidig forbud fra prospektkontrollen**

Problemstillingen er om prospektmyndigheten har hjemmel til å sanksjonere ved brudd på tilleggsplikten. Etter verdipapirforskriften § 7-3 bokstav d kan prospektmyndigheten pålegge utsteder midlertidig forbud mot å gjennomføre en transaksjon i inntil ti arbeidsdager. Vilkåret er «rimelig grunn til å tro at prospektreglene er overtrådt», noe som innebærer en lav skjønnsmessig terskel og en konkret helhetsvurdering. Dermed kan verdipapirhandellovens regler om prospekt håndheves ved bestemmelsen når prospektmyndigheten finner terskelen overtrådt.

Man kan reise spørsmålet om vedtak fra prospektmyndigheten vil være enkeltvedtak<sup>272</sup> som kan påklages til klageinstansen.<sup>273</sup> Nærmere bestemt kan man spørre om det er «bestemmende for rettigheter eller plikter», jfr. forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav b, jfr. bokstav a. Etter forarbeidene skal dette trekke et skille mot saksforberedende avgjørelser. I prospektkontrollen er det ofte en iterativ prosess der de juridiske rådgiverne sender utkast som kommenteres av myndighetene. Denne prosessen kan gjentas flere ganger før prospektmyndigheten gir godkjenning. Det kan visstnok være færre eller ingen innsigelser der de juridiske rådgiverne gir uttrykk for at det er en hastesak. Selv om de enkelte tilbakemeldingene fra prospektmyndigheten kan anses som saksforberedende, vil lovens vilkår klart være oppfylt ved godkjenningsvedtaket. De andre vilkårene i bestemmelsen vil være oppfylt ettersom utsteder er en bestemt person, det er utøvelse av offentlig myndighet og det treffes en avgjørelse. Resultatet her blir at vedtak fra prospektmyndigheten vil være enkeltvedtak, og slike kan påklages, jfr. forvaltningsloven § 28 første ledd.

Hvis det er strid om prospektkontrollen er riktig gjennomført, kan spørsmålet også tas opp i en sivil rettssak.<sup>274</sup> Domstolene kan etter den ulovfestede regel om kontroll med forvaltningens vedtak prøve lovanvendelsen og om forvaltningen har anvendt vilkåret korrekt. Hvorvidt forvaltningen skal benytte sitt fakultative «kan»-skjønn, vil etter den ulovfestede hovedregelen ikke være noe domstolene kan kontrollere.

---

<sup>272</sup> Forvaltningsloven § 2 første ledd bokstav b

<sup>273</sup> Forvaltningsloven § 28 første ledd

<sup>274</sup> Tvisteloven § 9-2 første ledd



Etter ordlyden i verdipapirhandelloven § 17-4 fjerde ledd kan prospektmyndigheten illegge overtredelsesgebyr hvis plikter etter verdipapirhandelloven kapittel 7 eller forskrifter fastsatt i medhold av kapittel 7 overtres. Det er retningslinjer for utmålingen i verdipapirhandelloven § 17-4 femte ledd. Særlig skal det legges vekt på «overtredelsens omfang og virkninger, samt graden av utvist skyld». Ordlyden «virkninger» kan språklig forstås som finansielle konsekvenser for det aktuelle verdipapiret, men det kan også oppfattes som konsekvenser for tilliten til verdipapirmarkedet generelt. Ved overtredelse av reglene om tilleggsprospekt kan de finansielle virkningene bli omfattende. Omfanget vil variere med transaksjonens størrelse og utslagene i markedet. Det vil også ha betydning hvilken tildeling som er aktuell relativt til bestillingenes størrelse. Hvis det er sendt melding om tegningsinteressen, kan virkningene på pris og volum bli mer sammensatte. Tilliten til markedene er fremtredende i EUs initiativ for harmonisering av reglene om tilleggsprospekt, men dette kan neppe utgjøre et moment for prospektmyndigheten ved utmåling av overtredelsesgebyr.<sup>275</sup>

Lovens tekst «graden av utvist skyld» er en annen del av retningslinjene i verdipapirhandelloven § 17-4 femte ledd. Det er naturlig å forstå ordlyden som en referanse til det strafferettslige skyldbegrepet. Der dekker hensiktsforsett hele skalaen av forsett. Ellers er det en gradering av skyld som varierer fra ubevisst uaktsomhet til sannsynlighetsforsett. Man kan spørre om det blir strengere utmåling ved forsettlig heller enn uaktsom utelatelse. For å bestemme skyldgraden må det gjøres en konkret bevisvurdering av skadevolder. Det kan være vanskelig med direkte observasjon av disse forholdene, slik at man ofte må basere seg på slutninger fra uttalelser, handlinger og dokumenter. Når det gjelder tilleggsprospekt, kan man argumentere for at markedets reaksjon kunne tillegges betydning ved bestemmelse av skyldgraden.

Samlet sett har prospektmyndigheten sanksjoner som gebyr og midlertid forbud tilgjengelig for å håndheve regelen om tilleggsprospekt.

## **6.5 Markedsmanipulasjon som straffehjemmel ved tilleggsprospekt**

I flere tilfeller har forbudet mot markedsmanipulasjon blitt brukt som grunnlag for straff der myndighetene har vært usikre på hvor langt en spesialbestemmelse vil rekke. Problemstillingen i det følgende er om straffebestemmelsen som rammer markedsmanipulasjon kan benyttes ved tilleggsprospekt. Markedsmanipulasjon er regulert i verdipapirhandelloven § 3-8. Ordlyden i første ledd «[i]ngen må foreta» må språklig sett tolkes som et generelt forbud mot markedsmanipulasjon. I andre ledd følger det en legaldefinisjon av markedsmanipulasjon. For tilleggsprospekt er det tredje alternativ «utbredelse av opplysninger[...] egnet til å gi falske, uriktige eller villedende signaler om finansielle instrumenter» som er aktuelt. Man kan tolke

---

<sup>275</sup> Prospektdirektivet artikkel 16 nr. 3 «In order to ensure consistent harmonisation, [...]»

ordlyden som et forbud mot å utbre villedende opplysninger om finansielle instrumenter. Et tilleggsprospekt som er villedende vil ha opplysninger om verdipapirer, og omfattes av ordlyden i bestemmelsen om markedsmanipulasjon.

Et vilkår følger av ordlyden «burde ha visst at opplysningene var [...] villedende» i verdipapirhandelloven § 3-8 andre ledd nr. 3 første punktum. Denne lovteksten betyr etter naturlig forståelse at en investor kunne blitt ledet til å ta en annen beslutning enn den som ville vært naturlig uten villedende opplysninger. Det er språklig sett en lav terskel av kjennskap for den som utarbeider et slikt villedende tilleggsprospekt.

Man kan spørre om det kan bli straffritak for en type markedspraksis, for eksempel hvis det sendes tilleggsprospekt eller børsmelding om tegningsinteressen. I verdipapirhandelloven § 3-8 andre ledd nr. 1 er det en åpning for straffrihet ved «[...]atferd som Finanstilsynet har akseptert som markedspraksis[...]». Ordlyden taler for at prospektmyndigheten må ha tatt en positiv stilling til spørsmålet. I Rt. 2012 s. 686 Robotsaken var det tiltale for manipulering av aksjekurser for å tjene på atferdsmønsteret i et automatisert handelssystem. Juridisk teori tydet på at flere typer akseptert markedspraksis ville gå straffri, og Høyesterett fremhevet tilfellene der man opparbeidet seg et rykte som en toneangivende investor. I saken ble det lagt vekt på åpenhet og at praksisen var lite egnet til å skade markedet. Det ble også uttalt at det var betenkelig å straffe atferd i tilpasning til et forhåndsprogrammert handelssystem. Blant de fem høyesterettsdommerne var det to i dissens. Disse uttalte at aksept av praksisen i meglermiljøet vanskelig kunne få særlig vekt, spesielt siden praksisen ikke var akseptert av Finanstilsynet. Mindretallet kom til at det var straffbar markedsmanipulasjon, mens flertallet bestemte at det ble frifinnelse på bakgrunn av den alminnelige rettsstridsreservasjonen. Kursmanipuleringen i robotsaken skiller seg fra tilleggsprospekt ved at skadeevnen i markedet er større ved emisjoner, siden det vanligvis er tale om alle eller en stor andel av aksjene i selskapet. Det er heller ikke noen forhåndsprogrammering på den andre siden, tvert i mot er det tale om innlåsing av de investorene som har tegnet seg tidlig. Tegningsmeldinger gir en åpenhet om interessen i en transaksjon, men samtidig er det brudd på tegnerens konfidensialitet. Praksisen med å sende tegningsmeldinger kan få liten vekt siden den ikke uttrykkelig er akseptert av Finanstilsynet. En utsteder vil etter dette neppe vinne frem med å påberope seg rettsstridsreservasjon hvis det blir tiltale for markedsmanipulasjon med tegningsmelding.

Sanksjonen mot forseelsen villedning er «bøter eller fengsel inntil 1 år» i verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 3. I verdipapirhandelloven § 3-8 andre ledd nr. 1 om markedsmanipulasjon er strafferammen seks års fengsel, jfr. verdipapirhandelloven § 17-3 (1). Når misbruk og villedning straffes etter § 3-8, kan man spørre hvorfor det er en egen hjemmel med lavere strafferamme for tillegg til prospekt, når § 3-8 også ville dekke gjerningsbeskrivelsen. Verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 3 som rammer villedning ved tilleggsprospekt fremstår

som overlappende med forbudet mot markedsmanipulasjon. Det er stor forskjell i strafferammen med ett år for villedning med tilleggsprospekt i forhold til seks år for markedsmanipulasjon. Reglene om kursmanipulasjon kan altså tenkes å påberopes av påtalemyndigheten, heller enn straffebestemmelsene som rammer villedning med tilleggsprospekt.

## **6.6 Rammes brudd på tilleggsplikt av bedrageribestemmelsen?**

Problemstillingen er om brudd på plikt til å sende tilleggsprospekt kan rammes av bestemmelser i den ordinære straffeloven. Straffeloven § 273 stiller opp straff for den som «sprer uriktige eller vill-ledende opplysninger for å påvirke priser på [...] verdipapirer». En språklig tolkning tilsier at dette gjelder aktiv utbredelse av informasjon som er egnet til at andre handler på feil grunnlag og dermed beveger aksjeprisene. Bevisst feilaktig bruk av tilleggsprospekt kan oppfylle gjerningsbeskrivelsen, men det er ikke sikkert at en børsmelding om tegningsinteressen ville bli rammet, siden det kan diskuteres om dette er villedende. I straffeloven § 274 står bestemmelsen om selskapssvindel. I første ledd er ordlyden «gir uriktige eller vill-ledende opplysninger av betydning for bedømmelsen av foretagendet». En språklig forståelse tilsier at dette rammer bevisst feil informasjon om selskapets økonomiske drift, for eksempel fiktive inntekter. En melding om tegningsinteressen vil ikke omfattes, siden denne vanligvis ikke er «uriktig eller vill-ledende». Etter straffeloven § 274 fjerde ledd er det også straff for grov uaktsom overtredelse<sup>276</sup>, men da med bøter eller fengsel inntil seks måneder.

Man kan spørre om det er idealkonkurrens ved at villedning med tilleggsprospekt kan rammes av bestemmelsene i straffeloven § 273 jfr. § 274 samtidig med verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 3 jfr. § 3-8. Ved bestemmelsene i straffeloven rammes det forsettlig, mens verdipapirhandelloven også rammer det uaktsomme. Ordlyden løser spørsmålet for idealkonkurrens med markedsmanipulasjon, ved at det er utelukket etter den uttrykkelige referansen til verdipapirhandelloven § 3-8, se siste ledd i bestemmelsene straffeloven §§ 273 og 274.<sup>277</sup> Systembetragtninger taler for at idealkonkurrens mellom straffelovens bedrageribestemmelser og verdipapirhandelloven § 17-3 også er utelukket av denne referansen. En tolkning tilsier dermed at brudd på tilleggsplikten ikke rammes av bedrageribestemmelsene.

## **6.7 Er forsøk på villedning med tilleggsprospekt straffbart?**

Problemstillingen er om forsøk på villedning med tilleggsprospekt er straffbart. Villedning med tilleggsprospekt er etter ordlyden i verdipapirhandelloven en forseelse.<sup>278</sup> Siden forsøk på å gjøre en forseelse ikke er straffbart,<sup>279</sup> er forsøk på villedning med tilleggsprospekt ikke

---

<sup>276</sup> Til forskjell fra straffeloven § 273

<sup>277</sup> Myklebust (2011) s. 371

<sup>278</sup> Verdipapirhandelloven § 7-13 fjerde ledd andre punktum

<sup>279</sup> Straffeloven § 49 andre ledd

straffbart.<sup>280</sup> Som eksempel kan man tenke seg at et selskap utarbeider et tilleggsprospekt som er villedende og sender dette til godkjennelse. Det blir imidlertid ikke godkjent av Finanstilsynet, men i stedet tas det ut tiltale for forsøk på villedning med tilleggsprospekt. Et slikt forsøk ville ikke være straffbart etter forseelsen villedning i verdipapirhandelloven § 17-3 andre ledd nr. 3. En annen hjemmel kan være forbudet mot markedsmanipulasjon i verdipapirhandelloven § 3-8. Her ville forsøk være straffbart, siden markedsmanipulasjon er en forbrytelse, og ikke en forseelse. Det følger av at verdipapirhandelloven § 17-3 fjerde ledd andre punktum ikke viser til første ledd når den omtaler «forseelse». Dermed er forsøk på villedning med tilleggsprospekt straffbart som markedsmanipulasjon.

## **7 Avsluttende kommentarer til regelen om tillegg til prospekt**

Målet med dette avsluttende kapittelet er å fremheve rettspolitiske spørsmål som gjør seg gjeldende etter en analyse av regelen om tillegg til prospekt. Den norske verdipapirhandelloven ser ut til å behøve en terskel i § 7-15 første punktum for hvilke omstendigheter som utløser tillegg. Det er fordi loven ikke ser ut til å reflektere de forskjellige oversettelsene av prospektdirektivet. På den annen side kan man anføre at kravet til priseffekt vil fange opp den nødvendige terskelen for mulig påvirkning før det utløses tilleggsplikt. Lovgiver kunne ta inn en formulering som tilsvarer teksten «significant» i prospektdirektivet. Siden bestemmelsen om tilleggsprospekt må håndteres med korte tidsfrister og det er tale om store verdier, er det gode grunner for en lovtekst som samsvarer med det underliggende EU-direktivet.

Reguleringen ilegger tilleggsplikt til både akseptperioden er utløpt og det er opptak til notering. Likevel har ikke trekkrettigheten like lang varighet, og dermed ser det ut til at investorene ikke får den nødvendige beskyttelsen i hele perioden. Dagens regulering kan dermed sies å skape en viss usikkerhet for handelen på et regulert marked.

Det kan spørres om unnlatelsen av å offentliggjøre tilleggsprospekt fremstår som straffverdig.<sup>281</sup> Det fremgår av lovens ordlyd at det ikke er straffbart å overtre plikten til å sende tillegg til prospekt. Den som ikke utarbeider det opprinnelige prospektet rammes av straffebestemmelser, men altså ikke den som lar være å offentliggjøre et nødvendig tillegg. Når det er utstedt et prospekt, har investorene berettigede forventninger om å motta tilleggsprospekt ved prisdrivende omstendigheter. En tegner har akseptert tilbudet i prospektet, og det kan hevdes å utgjøre en avtale som gir en spesiell rettsplikt til å sende tilleggsprospekt.

---

<sup>280</sup> Straffeloven av 1902 § 49 andre ledd er forsøk på forseelse «ikke straffbart»

<sup>281</sup> Stigen (2013)

Brudd på bestemmelsene om tilleggsprospekt kan oppfattes som mindre straffverdig enn brudd på bestemmelsene om opprinnelige prospekt. Forskjellige hensyn gjør seg gjeldende når det gjelder straff for prospekt og tilleggsprospekt. Dersom plikten til å utarbeide prospekt brytes, oppstår det fare for at verdiløse prosjekter kan ramme investorene. Dette har vært det historiske problemet som ligger bak prospektreguleringen. På den annen side har ledelsen incentiver til å holde tilbake negativ informasjon i tegningsperioden, og det tilsier at brudd på bestemmelsene om tilleggsprospekt kan anses som straffverdige. Det kan både være en enkelt investor som rammes av unnlåtelsen og den generelle samfunnsinteressen i en korrekt prisdannelse og informasjonsbehandling.<sup>282</sup>

Trekkrettigheten som følger et tilleggsprospekt er en sterk og offensiv beføyelse. Det harmonerer ikke godt om lovgiver lar være å sørge for effektiv gjennomføring av et slikt middel. Manglende sanksjonering av unnlåtelse av å sende tillegg kan sies å åpne for misbruk. For eksempel kan et selskap fremstille negativ informasjon som usikker i prospektet, og så la være å korrigere dette ved tilleggsprospekt. Selskapet kan eksempelvis skrive i prospektet at et borerresultat var usikkert, mens det i realiteten var en tørr brønn. Denne feilen kan så stå i prospektet uten å bli korrigert. Det ville undergrave plikten til å utarbeide et korrekt prospekt. Hvis det ikke er sikkert at det informeres om nye faktorer i tegningsperioden, vil investorene bli usikre på om de bør tegne seg. Et straffeansvar for utelatt tilleggsprospekt kunne bidra til å redusere noe av usikkerheten i markedet.

## 8 Kildehenvisninger

### 8.1 Lovregister

1814	Kongeriget Norges Grundlov (Grunnloven) av 17. mai 1814
1902	Almindelig borgerlig Straffelov (straffeloven) av 22. mai 1902 nr. 10
1918	Lov om avslutning av avtaler, om fuldmagt og om ugyldige viljeserklæringer (avtaleloven) av 31. mai 1918 nr. 4
1967	Lov om behandlingsmåten i forvaltningssaker (forvaltningsloven) av 10. februar 1967
1981	Lov om rettergangsmåten i straffesaker (straffeprosessloven) av 22. mai 1981 nr. 25
1988	Lov om kjøp (kjøpsloven) av 13. mai 1988 nr. 27
1992	Lov om gjennomføring i norsk rett av hoveddelen i avtale om Det europeiske økonomiske samarbeidsområde (EØS) mv.

---

<sup>282</sup> Sml. Andenæs (2004) s. 330

	(EØS-loven) av 27. november 1992 nr. 109
1992	Lov om avhending av fast eiendom (avhendingsloven) av 3. juli 1992 nr. 93
1997	Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 45
1997	Lov om verdipapirhandel (den tidligere verdipapirhandelloven) av 19. juni 1997 nr. 79 (Opphevet)
1998	Lov om årsregnskap m.v. (regnskapsloven) av 17. juli 1998 nr. 56
1999	Lov om styrking av menneskerettighetenes stilling i norsk rett (menneskerettsloven) av 21. mai 1999 nr. 30
2002	Lov om registrering av finansielle instrumenter (verdipapirregisterloven) av 5. juli 2002 nr. 64
2005	Lov om mekling og rettergang i sivile tvister (tvisteloven) av 17. juni 2005
2007	Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) av 29. juni 2007 nr. 75
2011	Lov om verdipapirfond (verdipapirfondloven) av 25. november 2011 nr. 44

## 8.2 Forarbeider

2001	NOU 2001 nr. 14. <i>Vårens vakreste eventyr . . . ?</i> Fra internett 14. januar 2014: <a href="http://www.regjeringen.no/nb/dep/kmd/dok/nouer/2001/nou-2001-14/5/1.html?id=143681">http://www.regjeringen.no/nb/dep/kmd/dok/nouer/2001/nou-2001-14/5/1.html?id=143681</a>
2004	Ot.prp. nr. 69 (2004-2005). <i>Om lov om endringer i verdipapirhandelloven mv. (gjennomføring av prospektdirektivet)</i>
2005	Ot. prp. nr. 69 (2005). Fra internett 13. november 2013: <a href="http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Documents-and-publications/propositions-and-reports/otprp/20042005/otprp-nr-69-2004-2005-/6.html?id=398999#">http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Documents-and-publications/propositions-and-reports/otprp/20042005/otprp-nr-69-2004-2005-/6.html?id=398999#</a>
2007	Forskrift til verdipapirhandelloven (verdipapirforskriften) av 29. juni 2007 nr. 876 FIN
2009	Prop. 84 L (2009-2010) <i>Endringer i lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner (finansieringsvirksomhetsloven) mv. og enkelte andre lover (samleproposisjon)</i> . Fra internett 18. september 2014: <a href="http://websir.lovdata.no/cgi-lex/wiftzok?bas=nl&amp;emne1=vphl&amp;sok=fast">http://websir.lovdata.no/cgi-lex/wiftzok?bas=nl&amp;emne1=vphl&amp;sok=fast</a>

### 8.3 Utenlandske rettsakter

Lag om handel med finansiella instrument	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument [Sverige]. Fra internett 14. mars 2015: <a href="http://www.riksdagen.se/sv/Dokument-Lagar/Lagar/Svenskforfattningssamling/Lag-1991980-om-handel-med-f_sfs-1991-980/?bet=1991:980#K2">http://www.riksdagen.se/sv/Dokument-Lagar/Lagar/Svenskforfattningssamling/Lag-1991980-om-handel-med-f_sfs-1991-980/?bet=1991:980#K2</a>
Lov om værdipapirhandel	Lov om værdipapirhandel m.v. Lovbekendtgørelse nr. 219 af 20. februar 2013. [Danmark]
Värdepappersmarknadslag	Värdepappersmarknadslag 14.12.2012/746 [Finland]
Wertpapierprospektgesetz	Gesetzes vom 22.06.2005 (BGBl. I S. 1698), zuletzt geändert durch Gesetz vom 28.08.2013 (BGBl. I S. 3395) m.W.v. 01.01.2014 [Tyskland]

### 8.4 Rettsakter fra EU

Årsregnskapsdirektivet	FJERDE RÅDSDIREKTIV av 25. juli 1978 med hjemmel i traktatens artikkel 54 paragraf 3 bokstav g) om årsregnskapene for visse selskapsformer [ Selskapsdirektiv nr. 4 - Årsregnskapsdirektivet ] fra internett 24. februar 2015: <a href="http://lovdata.no/pro/#document/NLX3/eu/31978l0660">http://lovdata.no/pro/#document/NLX3/eu/31978l0660</a>
IFRS-forordningen	Europaparlaments- og rådsforordning (EF) nr. 1606/2002 av 19. juli 2002 om anvendelse av internasjonale regnskapsstandarder. Fra internett 24. februar 2015: <a href="http://lovdata.no/pro/#document/NLX3/eu/32002r1606">http://lovdata.no/pro/#document/NLX3/eu/32002r1606</a>
Markedsmisbruksdirektivet	DIRECTIVE 2003/6/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse). Fra internett 14. november 2014: <a href="http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:EN:PDF">http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:096:0016:0025:EN:PDF</a>
Prospektdirektivet	Direktiv 2003/71/EC hentet 9. januar 2015: <a href="http://www.esma.europa.eu/system/files/ProspectusDir_2003_71.pdf">http://www.esma.europa.eu/system/files/ProspectusDir_2003_71.pdf</a>
Prospektforordningen, Kommisjonsforordning 809/2004	Fra internett 16. september 2014: <a href="http://www.esma.europa.eu/system/files/Implementing_Measure_Prospectus_Directive.pdf">http://www.esma.europa.eu/system/files/Implementing_Measure_Prospectus_Directive.pdf</a> . Norsk forskrift gitt av Finansdepartementet, fra internett 17. mars 2015: <a href="http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/dok/lover_regler/forskrifter/2007/forskrift-29-juni-2007-om-endring-i-fors.html?id=475681">http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/dok/lover_regler/forskrifter/2007/forskrift-29-juni-2007-om-endring-i-fors.html?id=475681</a> . Forskrift FOR-2005-12-09-1422 om opplysninger i prospekt fra internett 17. mars 2015: <a href="http://www.lovdata.no/cgi-">http://www.lovdata.no/cgi-</a>

[wift/wiftldrens?/app/gratis/www/docroot/ltavd1/filer/sf-20051209-1422.html](http://wift/wiftldrens?/app/gratis/www/docroot/ltavd1/filer/sf-20051209-1422.html)

Noteringsdirektivet	Directive 2010/73/EU of the European Parliament and of the Council of 24 November 2010 amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market. Fra internett 21. mars 2015: <a href="http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:327:0001:0012:EN:PDF">http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:327:0001:0012:EN:PDF</a>
Forordning om miniumstilfeller	COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) No .../.. of 7.3.2014 supplementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for publication of supplements to the prospectus from COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION Brussels, 11 March 2014 fra internett 18. mars 2015: <a href="http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&amp;t=PDF&amp;gc=true&amp;sc=false&amp;f=ST%207589%202014%20INIT">http://register.consilium.europa.eu/doc/srv?l=EN&amp;t=PDF&amp;gc=true&amp;sc=false&amp;f=ST%207589%202014%20INIT</a>

## 8.5 Rettspraksis

### 8.5.1 Norsk rettspraksis

Rt. 1935 s. 122 Falconbridge  
Rt. 1952 s. 1217 Telefonsjikane  
Rt. 1979 s. 1492 Listesaken  
Rt. 1977 s. 1035 Sykejournal  
Rt. 1982 s. 645  
Rt. 1992 s. 64 P-pille dom II  
Rt. 1997 s. 580 OFS  
Rt. 1997 s. 1341 Hønsehauk  
Rt. 1999 s. 408 Garasjedommen  
Rt. 2000 s. 679 Investa (eller Ideal)  
Rt. 2000 s. 1811 Finanger I  
Rt. 2005 s. 1365 Finanger II  
Rt. 2008 s. 879  
Rt. 2008 s. 897  
Rt. 2010 s. 710 Boligdommen  
Rt. 2012 s. 686 Robotsaken



Rt. 2012 s. 1793 Oppreisning etter bilansvarsloven

LB-2009-188593 dom av 23. august 2010 (Borgarting lagmannsrett)

### 8.5.2 Rettspraksis utenfor Norge

ECJ Costa mot ENEL 1964

ECJ JIA

ECJ Infopaq

ECJ Victoria Film

ECJ Case C-430/05

ECJ Sturgeon

ECJ EKRO

ECJ Timmel mot Aviso Zeta Case C-359/12

EFTA Pedicel

EMD Cantoni mot Frankrike

UfR.2000.2176H Commercial

UfR.2002.2067H Hafnia

## 8.6 Litteraturliste

Andenæs, Johs. «Alminnelig strafferett». 5. utgave. Universitetsforlaget. Oslo, 2004.

Andenæs, Johs. «Norsk straffeprosess». 4. utgave. Universitetsforlaget. Oslo, 2009.

Andenæs, Mads Henry. «Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper», 2006.

Andenæs, Mads Henry. «Rettskildelære», 1997.

Andenæs, Mads. Forelesninger i selskapsrett. Universitetet i Oslo, våren 2012.

Andenæs, Mads og Iris H-Y Chiu. «The Foundations and Future of Financial Regulation. Governanace for Responsibility». Routledge, 2014.

Arnesen, Finn og Are Stenvik: «Internasjonalisering og juridisk metode». Universitetsforlaget, 1.utg. 2009.

Bechmann, Tor m.fl. «Verdipapirloven (lov av 1997) kommentarutgave». Elektronisk tilgjengelig via Rettsdata.no. Fra internett 6. mars 2015. 2002.

Bergo, Knut. «En realistisk rettskildelære – et urealistisk prosjekt?». Artikkel i Retfærd. 2002 s. 19-32. Fra internett 14. mars 2015: [http://www.retfaerd.org/gamle\\_pdf/2002/4/Retfaerd\\_99\\_2002\\_4\\_s19\\_32.pdf](http://www.retfaerd.org/gamle_pdf/2002/4/Retfaerd_99_2002_4_s19_32.pdf)

Bjelland, Kaija. «Robins guide til obligasjonsretten». Gyldendal, 2014.

Boe, Erik. «Rettskildelære under debatt». Universitetsforlaget, 2012.

Craig, Paul og Grainne de Búrca. «EU Law». Fifth edition. Oxford, 2011.

Eckhoff, Torstein. «Rettskildelære». 5. utgave ved Jan E. Helgesen, 2001.

Eide, Erling og Endre Stavang. «Rettsøkonomi», 2008.

ESMA. Rapport fra EUs tilsynsorgan 20. desember 2013. *Draft Regulatory Technical Standards on specific situations that require the publication of a supplement to the prospectus*. (2013). Fra internett 8. januar 2015: [http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1970\\_report\\_on\\_draft\\_rts\\_for\\_supplements\\_to\\_prospectuses.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2013-1970_report_on_draft_rts_for_supplements_to_prospectuses.pdf) .

European Commission. *Commission staff working document Impact Assessment. Accompanying the document, commission delegated regulation amending Regulation (EC) No 809/2004 as regards the format and the content of the prospectus and base prospectus, of the summary and of the final terms and the disclosure requirements* {C(2012) 2086 final}. 2012. Fra internett 14. januar 2015: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/prospectus/impact\\_assessment\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/prospectus/impact_assessment_en.pdf)

Evjen, Atle, Leif Sandtorv, Arild Valland og Robert Eilertsen. «Aker's multi-step divestiture of Aker Yards». NHH/NFF Executive program in Corporate Finance/ MBA in Finance, 2007.

Ferran, Eilis. «Company law and corporate finance». Oxford University Press, 1999.

Fredriksen, Halvard H. og Gjermund Mathisen. «EØS-rett». Fagbokforlaget, Bergen, 2012.

Frøberg, Thomas. Manuduksjoner i strafferett. UiO. 2013. Fra internett 15. januar 2015. [http://www.uio.no/studier/emner/jus/jus/JUS4211/h13/undervisningsmateriale/manuduksjon\\_strafferett.pdf](http://www.uio.no/studier/emner/jus/jus/JUS4211/h13/undervisningsmateriale/manuduksjon_strafferett.pdf) .

Hagstrøm, Viggo. «Obligasjonsrett». 2. utgave. Universitetsforlaget. Oslo, 2011.

Haaskjold, Erlend og Nicolai Skjerdal. «Tredjemannsvern». 3. utgave. Universitetsforlaget. Oslo, 2006.

Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. «Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk». *Econometrica*. XLVII 263-291, 1979.

Knoph, Ragnar. «Rettslige standarder». Oslo, 1939. Fra internett 25. oktober 2014: <http://www.nb.no/nbsok/nb/93b89fc7c8c33aefa64e633a36c99369.nbdigital;jsessionid=758B4EA79C2D58203459BAE16FCDAB8E.nbdigital3?lang=en#0>

Knudsen, Gudmund. «Selskapets ansvar for uriktige eller villedende opplysninger ved aksjetegning og kjøp av aksjer». *Tidsskrift for Forretningsjus* 1997-4. 1997, s. 1-13.

Koflaath, Eivind. «Flertydige lovtekster». *Lov og Rett* nr. 07-08 s. 464-473. Universitetsforlaget 2004.

Lødrup, Peter. «Lærebok i erstatningsrett». 5. utgave. Gyldendal. Oslo, 2005.

Modigliani, F. og Miller, M. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review* 48 (3) s. 261–297, 1958.

Morpol ASA. «IPO Prospectus». Listing on Oslo Stock Exchange. June 11, 2010.

Mæland, John Henry. «Norsk alminnelig strafferett». Bergen, 2012.

Myklebust, Trude. «Innføring i finansmarkedsrett». Bergen, 2011.

Oslo Børs. Børssirkulære 9/2005. 2005. Fra internett 16. september 2014: <http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Boerssirkulaerer/9-2005-Nye-prospektregler-i-verdipapirhandel-loven-kapittel-5-og-tilhoerende-forskrifter-implementering-av-prospektdirektivet>.

Pansar, Raj og Philip Boeckman. «European Securities Law». Second edition. Oxford University Press, 2014.

Robberstad, Anne. «Sivilprosess». Fagbokforlaget. Bergen, (2013).

Sandtorv, Leif. «Bør kjøpsinteressen offentliggjøres når et nytt selskap skal på børs?» Høyere Avdelings Oppgave. Norges Handelshøyskole (NHH), 2007.

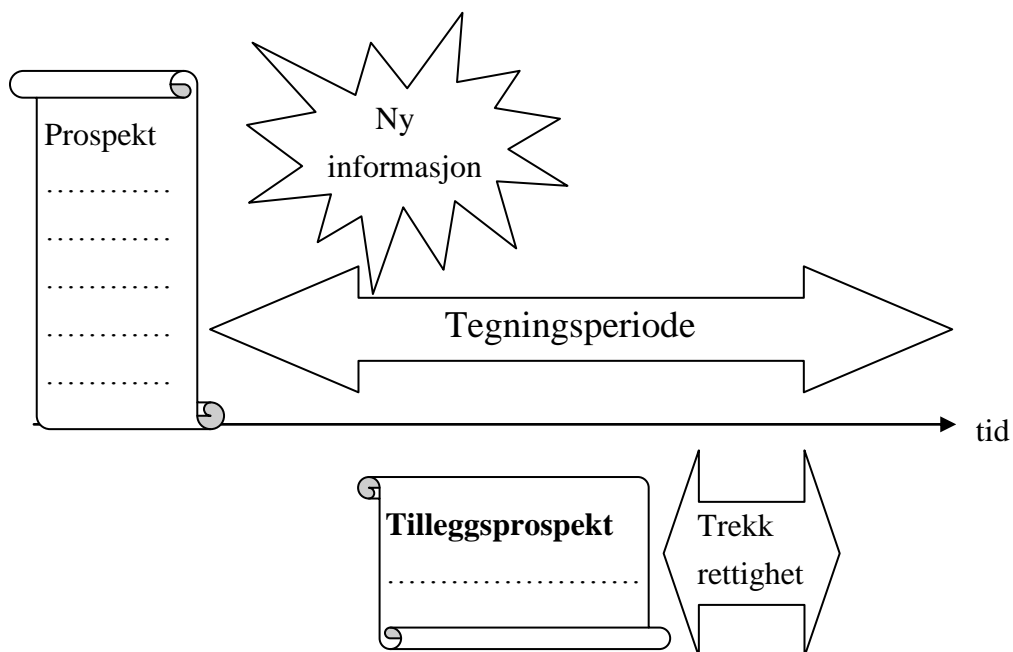
Stigen, Jo. Forelesninger i strafferett. 2013. Fra internett 7. juli 2014: <https://screencast.ecampus.no/relaymedia/podcast-misjonssalen@jus.uio.no/2013/15.01/6679600/STRAFFERETT - v%E5r 2013 - iPad - 20130116 11.42.10AM.mp4>.

Walker, George og Robert Purves. «Financial Services Law». Third Edition. Oxford University Press, 2014.

## 9 Vedlegg

### 9.1 Figurer

9.1.1 Figur 1: Tegningsperiode med tilleggsprospekt

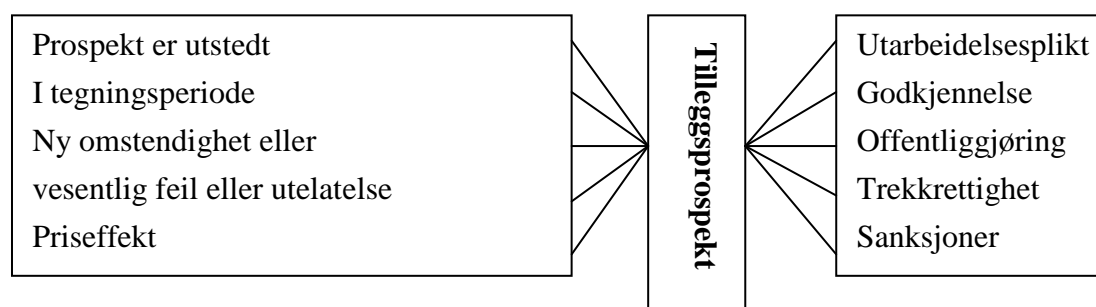


9.1.2 Figur 2: Tilleggsprospekt som koblingsord

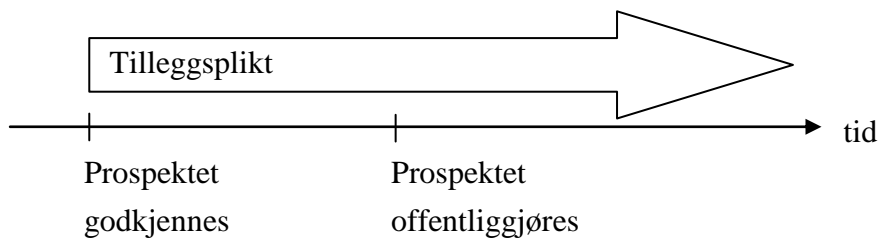
#### Vilkår

#### Koblingsord

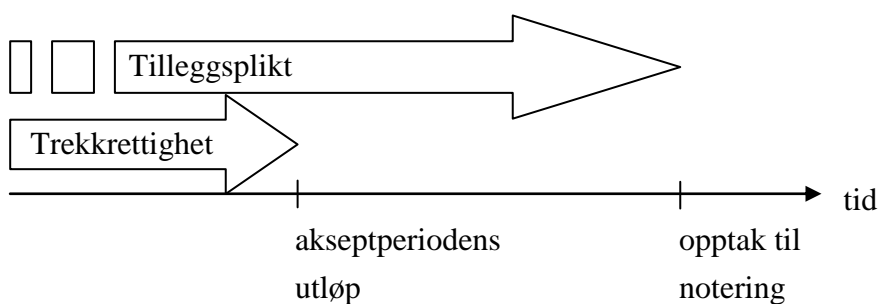
#### Virkning



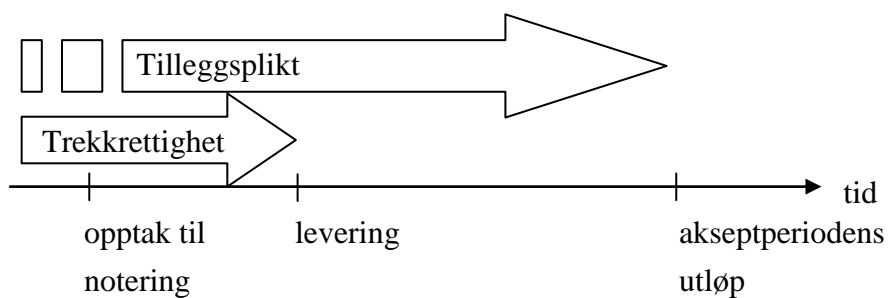
### 9.1.3 Figur 3: Starten på tidsperioden for mulig tilleggsprospekt



### 9.1.4 Figur 4: Avslutning av tilleggsplikt ved «opptaket til notering»



### 9.1.5 Figur 5: Avslutning av tilleggsplikt ved «akseptperiodens utløp»



## 9.2 Utdrag fra prospektdirektivet

«Article 16

## Supplements to the prospectus

1. Every significant new factor, material mistake or inaccuracy relating to the information included in the prospectus which is capable of affecting the assessment of the securities and which arises or is noted between the time when the prospectus is approved and the final closing of the offer to the public or, as the case may be, the time when trading on a regulated market begins, whichever occurs later, shall be mentioned in a supplement to the prospectus. Such a supplement shall be approved in the same way in a maximum of seven working days and published in accordance with at least the same arrangements as were applied when the original prospectus was published. The summary, and any translations thereof, shall also be supplemented, if necessary, to take into account the new information included in the supplement.

2. Where the prospectus relates to an offer of securities to the public, investors who have already agreed to purchase or subscribe for the securities before the supplement is published shall have the right, exercisable within two working days after the publication of the supplement, to withdraw their acceptances, provided that the new factor, mistake or inaccuracy referred to in paragraph 1 arose before the final closing of the offer to the public and the delivery of the securities. That period may be extended by the issuer or the offeror. The final date of the right of withdrawal shall be stated in the supplement.»

« 3. In order to ensure consistent harmonisation, to specify the requirements laid down in this Article and to take account of technical developments on financial markets, ESMA shall develop draft regulatory technical standards to specify situations where a significant new factor, material mistake or inaccuracy relating to the information included in the prospectus requires a supplement to the prospectus to be published. ESMA shall submit those draft regulatory technical standards to the Commission by 1 January 2014.

Power is delegated to the Commission to adopt the regulatory technical standards referred to in the first subparagraph in accordance with the procedure laid down in Articles 10 to 14 of Regulation (EU) No 1095/2010.»

## «CHAPTER IV CROSS-BORDER OFFERS AND ADMISSION TO TRADING

### Article 17

#### Community scope of approvals of prospectuses

[...]

2. If there are significant new factors, material mistakes or inaccuracies, as referred to in Article 16, arising since the approval of the prospectus, the competent authority of the home Member State shall require the publication of a supplement to be approved as provided for in Article 13(1). The competent authority of the host Member State may draw the attention of the competent authority of the home Member State to the need for any new information.

## Article 18

### Notification

#### 1. »

«The competent authority of the home Member State shall, at the request of the issuer or the person responsible for drawing up the prospectus and within three working days following that request or, if the request is submitted together with the draft prospectus, within one working day after the approval of the prospectus provide the competent authority of the host Member State with a certificate of approval attesting that the prospectus has been drawn up in accordance with this Directive and with a copy of the said prospectus. If applicable, this notification shall be accompanied by a translation of the summary produced under the responsibility of the issuer or person responsible for drawing up the prospectus. The same procedure shall be followed for any supplement to the prospectus. The issuer or the person responsible for drawing up the prospectus shall also be notified of the certificate of approval at the same time as the competent authority of the host Member State.»

«[Article 18] 2. The application of the provisions of Article 8(2) and (3) shall be stated in the certificate, as well as its justification.»

### **9.3 Stikkord**

Børsmelding 2, 45

Beskyttelse for utsteder 4, 78

Harmonisering 32, 43, 65, 79

Hedge fond 75

Moral 52

Opsjon 43, 68, 75

Prospekt 2, 24, 33

Prospektdirektivet 5, 106

Prospektmyndigheten 79, 92

Tegningsinteresse 55

Tilleggsprospekt 2

Trekkrettighet 68

Minimumstilfeller 12, 75

Straffbarhet 86

Villedning 87